

ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЇ РОЗВИТКУ ІНСТИТУТІВ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ

©2019 НІМКОВИЧ А. І.

УДК 336.7
JEL: G11; D47

Німкович А. І. Формування стратегії розвитку інститутів інфраструктури фондового ринку

Метою статті є обґрунтування стратегічних пріоритетів розвитку інститутів інфраструктури фондового ринку. Розглянуто формування стратегії розвитку інститутів інфраструктури фондового ринку через побудову «дорожньої карти». Показано, що вибір відповідної стратегії та прийняття рішень на кожному із етапів стратегічного планування ґрунтується на нинішньому стані ринку цінних паперів та його інфраструктури. Доведено, що стратегічний план розвитку інфраструктурного забезпечення фондового ринку України має бути спрямований на реорганізацію інфраструктури та її вдосконалення. Індикаторами при цьому мають бути показники розвитку фінансових ринків FTSE, а цільова установка – передбачити досягнення стану розвитку «Developed» фондового ринку України та його інституційної інфраструктури. Підцілями й тактичними завданнями регулювання фондового ринку та його інфраструктури має стати «дорожня карта» переходу України, починаючи із включення до листу очікування та завершуючи досягненням класу розвитку фондового ринку «Developed».

Ключові слова: фондовий ринок, інфраструктура, інститут, стратегія, розвиток.

DOI:

Рис.: 1. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 12.

Німкович Андрій Ігоревич – викладач кафедри міжнародних економічних відносин та фінансів, Харківський торговельно-економічний інститут Київського національного торговельно- економічного університету (пров. Отакара Яроша, 8, Харків, 61045, Україна)

E-mail: 2909andriy18@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8209-743X>

Researcher ID: <http://publons.com/researcher/2960221/andrii-nimkovych/>

УДК 336.7
JEL: G11; D47

UDC 336.7
JEL: G11; D47

Німкович А. И. Формирование стратегии развития институтов инфраструктуры фондового рынка

Целью статьи является обоснование стратегических приоритетов развития институтов инфраструктуры фондового рынка. Рассмотрено формирование стратегии развития институтов инфраструктуры фондового рынка путём построения «дорожной карты». Показано, что выбор соответствующей стратегии и принятие решений на каждом из этапов стратегического планирования основывается на нынешнем состоянии рынка ценных бумаг и его инфраструктуры. Доказано, что стратегический план развития инфраструктурного обеспечения фондового рынка Украины должен быть направлен на реорганизацию инфраструктуры и её совершенствование. Индикаторами при этом должны быть показатели развития финансовых рынков FTSE, а целевая установка – предусматривать достижение состояния развития «Developed» фондового рынка Украины и его институциональной инфраструктуры. Подцелями и тактическими задачами регулирования фондового рынка и его инфраструктуры должны стать «дорожная карта» перехода Украины, начиная с включения в лист ожидания и завершая достижением класса развития фондового рынка «Developed».

Ключевые слова: фондовый рынок, инфраструктура, институт, стратегия, развитие.

Рис.: 1. **Табл.:** 1. **Библ.:** 12.

Німкович Андрей Игоревич – преподаватель кафедры международных экономических отношений и финансов, Харьковский торгово-экономический институт Киевского национального торгово-экономического университета (пер. Отакара Яроша, 8, Харьков, 61045, Украина)

E-mail: 2909andriy18@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8209-743X>

Researcher ID: <http://publons.com/researcher/2960221/andrii-nimkovych/>

Nimkovych A. I. Forming a Strategy for the Development of Stock Market Infrastructure

The article is aimed at substantiating the strategic priorities of development of the institutions of stock market infrastructure. The formation of a strategy for development of the institutions of stock market infrastructure by building a road map is considered. It is displayed that choice of the appropriate strategy and decision-making at each stage of strategic planning is based on the current status of the securities market and its infrastructure. It is proved that the strategic plan for the development of infrastructure support for the Ukrainian stock market should be aimed at reorganizing the infrastructure and improving it. Effective indicators should be the indicators of development of the FTSE financial markets, and the target objective - to provide for the achievement of the status of «Developed» for both the stock market of Ukraine and its institutional infrastructure. The sub-goals and tactical tasks of regulation of the stock market and its infrastructure should be the road map of Ukraine's transition, starting with inclusion in the waiting list and ending with the achievement of the class of «Developed» concerning the development of stock market.

Keywords: stock market, infrastructure, institute, strategy, development.

Fig.: 1. **Tabl.:** 1. **Bibl.:** 12.

Nimkovych Andrii I. – Lecturer of the Department of International Economic Relations and Finance, Kharkiv Institute of Trade and Economics of Kyiv National University of Trade and Economics (8 Otakara Yarosha Lane, Kharkiv, 61045, Ukraine)

E-mail: 2909andriy18@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8209-743X>

Researcher ID: <http://publons.com/researcher/2960221/andrii-nimkovych/>

Базовим етапом модернізації та розвитку інститутів інфраструктури фондового ринку має бути формування стратегії розвитку цієї інфраструктури, яка може оптимізувати інституційну складову ринку цінних паперів та підвищити ефективність здійснення різноманітних операцій на дано-

му ринку. Під час аналізу складових інфраструктури ринку цінних паперів визначено, що ефективність ринку забезпечується шляхом узгодженої взаємодії елементів, які її формують. Стратегія повинна базуватися на ідеї партнерських відносин між державою та бізнесом і визначати як основні завдання, так і заходи

щодо їх досягнення в законодавчій, організаційній та інституційній площинах. Серед таких можна назвати технологічне оновлення, реформування ринку відповідно до міжнародних стандартів та застосування кращого досвіду провідних країн світу.

Окремі питання формування стратегії розвитку та функціонування інфраструктури фондового ринку були досліджені в роботах багатьох науковців і практиків, серед яких можна відзначити Н. Внукову, М. Гапонюка, А. Головка, Е. Дранник, А. Желіхівську, О. Жихор, Р. Коробку, І. Рекуненка, К. Стрижиченка [1–12] та інших. Кожен з учених пропонує свої підходи до визначення інфраструктури ринку та стратегії її розвитку. Так, М. Гапонюк і А. Головка у своїх працях [2; 3] досліджують проблемні питання та перспективи, прогнози вітчизняної моделі ринку цінних паперів; А. Желіхівська аналізує інститути інфраструктури та їх ефективність [5]; Р. Коробка та І. Рекуненко звертають увагу на інфраструктуру фінансового ринку як економічну категорію, її вплив на економічну систему країни загалом [7; 8].

Формування стратегії ускладнюється тим, що поки комплексна стратегія, яка б охоплювала всі фундаментальні та технічні аспекти розвитку інфраструктури вітчизняного ринку цінних паперів, ще не сформована ні державними органами регулювання, ні саморегульованими організаціями, ні незалежними експертними групами.

Метою статті є обґрунтування стратегічних пріоритетів розвитку інститутів інфраструктури фондового ринку.

Нинішня стадія розвитку та певні складнощі й непередбачуваність українського ринку цінних паперів підтверджують той факт, що лише спільними зусиллями різних сторін у форматі публічного обговорення можна сформувавши Концепцію розвитку ринку цінних паперів та його інфраструктури, яка б містила не лише фундаментальні ідеї, але й конкретну програму вирішення технічних, організаційно-економічних, юридичних, регулятивних, облікових та інформаційних проблем ринку [10]. Ефективність запропонованої стратегії повинна бути досягнута у формі алгоритму, тобто послідовності певних етапів модернізації. Така модель реалізації стратегії розвитку інфраструктури дозволить:

1. Виділити та проаналізувати вплив кожного напрямку на розвиток інфраструктури (економічного, організаційного, нормативно-правового тощо);
2. Правильно побудувати взаємодію між інститутами інфраструктури ринку та коригувати їх впорядкованість.
3. Ефективно поєднувати державне регулювання із саморегуляцією об'єктів інфраструктури фондового ринку.

Процес стратегічного планування розвитку інфраструктури ринку цінних паперів можна представити як сукупність послідовних етапів (рис. 1). Ці етапи

процесу стратегічного планування інфраструктури фондового ринку об'єднані у своїй взаємодії єдиною метою – формування та розвитку потужної та всебічної інфраструктури фондового ринку. Виконання на практиці державою всіх зазначених етапів стратегічного планування розвитку інститутів інфраструктури фондового ринку дасть можливість підвищити ефективність її функціонування і виступить фактором стійкості її розвитку в майбутньому.

Системність у проведенні аналізу та оцінки дозволить виявити обґрунтовані передумови до активізації розвитку інфраструктури ринку.

Дослідження аналізу розвитку інститутів інфраструктури фондового ринку передусім передбачає виявлення факторів розвитку інфраструктури. Цей етап стратегії може бути виконаний через аналіз досліджень міжнародних організацій і досвід інших країн з розвитку інфраструктури ринку цінних паперів. Фактори розвитку поділяються на зовнішні та внутрішні. Перші характеризують економічне, політичне, технологічне середовище, а до внутрішніх належать функціонування та взаємозв'язки між усіма учасниками всередині інфраструктурного середовища.

Аналіз поточного стану розвитку дозволяє виявити резерви розвитку, формування SWOT-аналізу інфраструктури: сильні, слабкі сторони, майбутні можливості та загрози. Стратегія розвитку потребує акумуляції та використання фінансових, законодавчих, інституційних, партнерських та інших резервів. У 2013 році загальна номінальна вартість цінних паперів в обігу складала 364,7 млн дол. США, а у 2017 р. – уже 62,9 млн дол. США. Тобто протягом цього періоду їх вартість зменшилася на 301,8 млн дол. США, або майже в 6 разів. При цьому зменшився й обсяг торгівлі та оборотність цінних паперів (табл. 1). Фінансові резерви: це 301,8 млн дол. США, що при нинішній оборотності 265,5 об./рік могло б сформувати обсяг торгів на ринку цінних паперів 96,8 млрд дол. замість 16,7 млрд дол. США.

Законодавчими резервами є необхідні закони України та постанови КМУ щодо оподаткування, функціонування фондових бірж та інфраструктурних установ, діяльності акціонерних товариств тощо, які можуть лібералізувати ринок цінних паперів та максимально спростити до нього доступ дрібних інвесторів.

Інституційними резервами інфраструктури фондового ринку можуть бути новоутворені інституції відповідно до потреб учасників ринку та тенденцій розвитку ринку цінних паперів у світі. Зокрема, таким інституційним резервом є Фонд гарантування вкладів та інвестицій.

Партнерськими резервами фондового ринку є провідні інформаційні та технологічні компанії та проекти, які створюють системи захисту та шифрування, системи передачі даних і фінансових ресурсів і надають доступ до інформації.

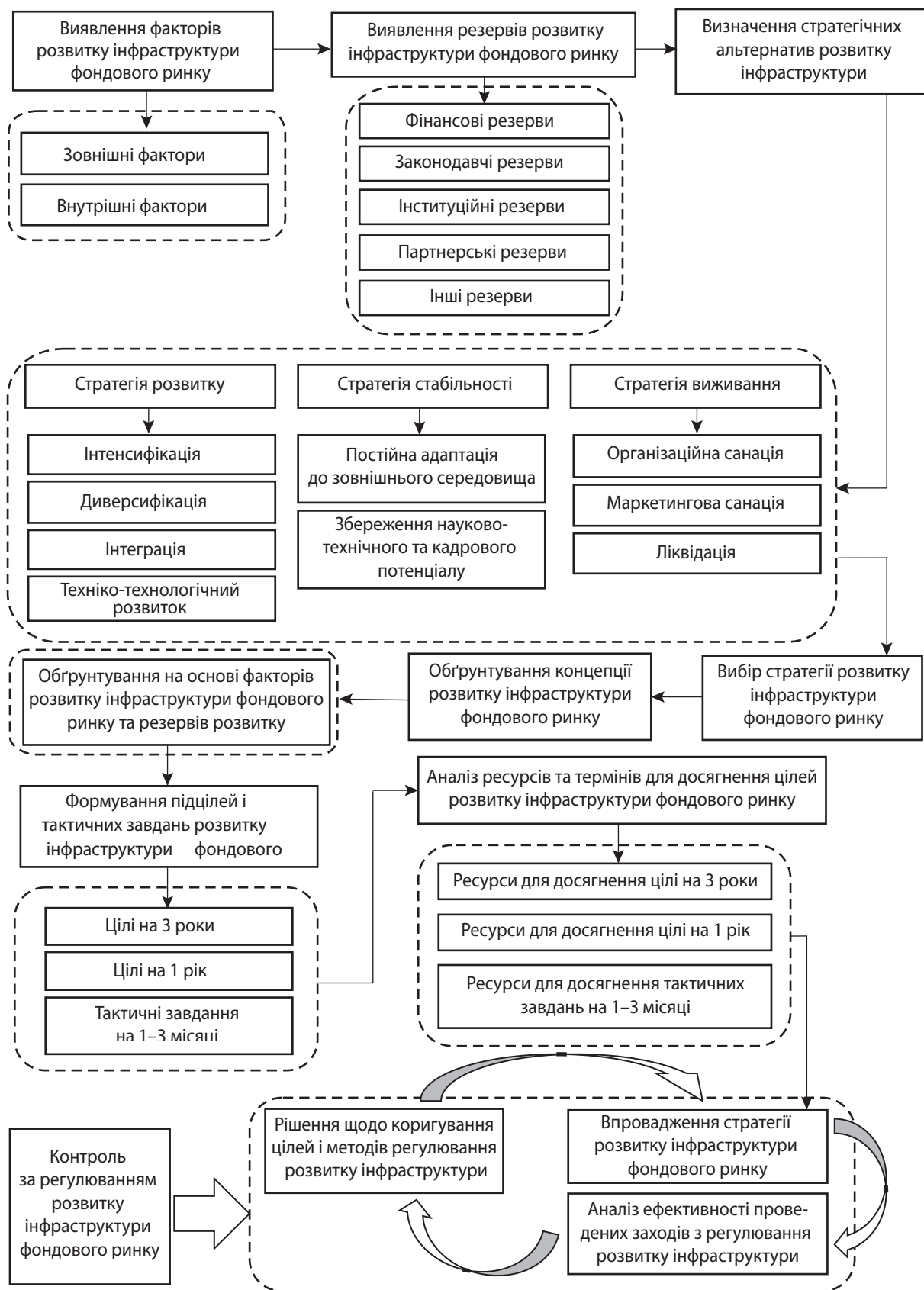


Рис. 1. Етапи проведення стратегічного планування та регулювання розвитку інфраструктури фондового ринку
 Джерело: авторська розробка.

Показники ділової активності ринку цінних паперів

Рік	Загальна кількість цінних паперів, млрд шт.	Загальна номінальна вартість цінних паперів в обігу, млн дол. США	Обсяг торгів на ринку цінних паперів, млрд дол. США	Оборотність цінних паперів, оборотів на рік
2013	2763,1	364,7	209,9	575,5
2014	2836,9	245,1	196,1	800,3
2015	3689,6	133,4	99,5	745,6
2016	3910,4	107,2	78,3	730,2
2017	4177,9	62,9	16,7	265,5

Джерело: узагальнено автором на основі даних НКЦПФР [1].

Стратегія інфраструктури фондового ринку залежить від багатьох факторів, серед яких: поточний стан ринку, економічні, історичні та культурні особливості, тіснота взаємозв'язків, вплив інших сфер економіки на ринок цінних паперів, характер економіки і навіть рівень освіти у населення. У цьому контексті визначення кількох стратегічних альтернатив розвитку інфраструктури ринку цінних паперів є обов'язковим. Ми виокремлюємо три основні стратегічні альтернативи: стратегія розвитку, стратегія стабільності та стратегія виживання.

Стратегічна альтернатива «інтенсифікація» передбачає реалізацію системи заходів щодо розширення обсягу торгівлі на ринку цінних паперів і підвищення його ефективності за рахунок кращого використання наявних ресурсів, інформаційного та інфраструктурного забезпечення, а не за рахунок збільшення інфраструктурних елементів, що характерно для екстенсивного шляху розвитку. Стратегічна альтернатива «техніко-технологічний розвиток» є обов'язковою умовою реалізації стратегії зростання та передбачає інноваційну діяльність з розробки і впровадження нових послуг і технологій на ринку. Тобто мова йде про нові технології, пов'язані з підвищенням ефективності функціонування ринку цінних паперів, а саме: швидкості, надійності, захищеності та економічності.

На основі стратегічних альтернатив відбувається формування стратегічних підцілей і тактичних завдань розвитку інфраструктури ринку цінних паперів. До того ж, слід урахувати рекомендації та досвід організацій у сфері підтримки та моніторингу ринків цінних паперів.

При цьому відбувається процес постійного регулювання розвитку інфраструктури фондового ринку за технологією APB. Ця технологія передбачає три етапи діяльності, які повторюються: А – аналіз, Р – рішення, В – впровадження. За підсумками попередніх дій здійснюється аналіз ефективності проведених заходів з регулювання розвитку інфраструктури та рішення щодо коригування цілей і методів регу-

лювання розвитку інфраструктури. На основі рішення запускається новий цикл впровадження стратегії регулювання розвитком інфраструктури фондового ринку. Весь цей безперервний комплекс підтримується контролем за регулюванням розвитку.

Якщо стратегічні альтернативи задають загальний вектор, то в їх рамках підцілі й тактичні завдання повинні ґрунтуватися на певних незалежних оцінках і рекомендаціях. До прикладу, FTSE – одна з провідних у світі індексних компаній (створена Financial Times і London Stock Exchange) кожного року надає оцінки фінансовим (зокрема фондовим) ринкам країн, поділяючи їх на чотири класи:

- ✦ розвинуті (*Developed*);
- ✦ що розвиваються (*Advanced Emerging*);
- ✦ що розвиваються другого рівня (*Emerging*);
- ✦ прикордонні (*Frontier*).

За підсумками проведеного FTSE восени 2017 р. щорічного перегляду рівень розвитку вітчизняного ринку цінних паперів та його інфраструктури не лише не входить до останнього класу, а й виключений з листа очікування. До останнього подаються своєрідні «кандидати» [12]. Щорічний перегляд рівня розвитку ринку цінних паперів FTSE спрямований, перш за все, на інфраструктурне забезпечення через такі напрямки, як регуляторна діяльність, розрахунково-депозитарна система та власне розвиток ринку цінних паперів. Лише сім країн у дослідженнях FTSE відповідають усім критеріям, серед яких Польща, яка офіційно отримала статус «Developed» у вересні 2018 р. Серед країн-сусідів, що ввійшли в дослідження, Україна має найнижчий рейтинг Світового банку, що ще раз підтверджує відсутність будь-якої стратегії розвитку ринку цінних паперів та його інфраструктури.

Аналізуючи ключові відмінності між розвитком ринку цінних паперів та його інфраструктури в різних класах, виявлено, що критерієм переходу у клас розвитку ринку «Developed» є існування можливості розрахунків без поставки проти платежу, дозвіл кредитування цінними паперами та розвинутий ринок деривативів.

Найбільш безпечним принципом розрахунків є формат «поставки цінних паперів проти оплати», який передбачає одночасну передачу цінних паперів зі здійсненням платежів на користь продавця (емітента). Однак такий варіант не завжди може бути доцільним через відсутність на даний момент чи неможливість швидкого й оперативного надання цінних паперів для залучення через них інвестицій. У країнах з розвинутим ринком цінних паперів дотримання принципу «без поставки проти оплати» цілком забезпечується інфраструктурними елементами фондового ринку через організацію зв'язку системи оплати із системою виконання договорів по цінних паперах. Другим механізмом захисту є прозора правова система країн, через яку можна вирішувати суперечки з контрагентами. В Україні як інфраструктурні елементи в цій сфері, так і правова система потребують структурних змін.

У країнах класу розвитку ринку «Developed» існують і добре розвинуті операції з кредитування цінними паперами. Це фінансова послуга, яка за відсутності вільних фінансів передбачає видачу кредитів у цінних паперах в обмін на узгоджену оплату на умовах строковості та платності. Таким чином, потенційний попит перетворюється в реальний і формується додатковий дохід на наявні портфелі цінних паперів без будь-яких обмежень інвестиційної політики учасників ринку.

Розвинутий ринок деривативів передбачає активне використання цих інструментів учасниками фондового ринку. Це контракти на фондовому ринку, які укладаються з метою фіксації ціни та всіх умов проведення певної операції в майбутньому (купівлі, продажу, обміну, емісії) з інструментом, який є предметом угоди. Протягом останніх років цей ринок показує негативну тенденцію в Україні. Це свідчить про нерозвинуту інфраструктуру ринку цінних паперів України, яка не може забезпечувати проведення операцій підвищеної складності. Це також зумовлено й відсутністю єдиних норм і стандартів у законодавстві України щодо регулювання випуску та обігу похідних фінансових інструментів [11].

Підцілями і тактичними завданнями регулювання фондового ринку та його інфраструктури має стати «дорожня карта» переходу України, починаючи із включення до листу очікування та завершуючи досягненням класу розвитку ринку «Developed».

Щоб увійти до «листа очікування» (Front watch), Україна повинна офіційно заявити про такі наміри та розробити відповідну програму розвитку фондового ринку та його інфраструктури. Перехід до першого етапу «Frontier» переважно забезпечується завдяки відкритості та вільному доступу іноземних інвесторів на фондовому ринку. Це відображається у відсутній або простій процедурі реєстрації іноземних інвесторів.

Етапом для переходу до країн з трансформаційною інфраструктурою фондового ринку є вільний

і добре розвинутий валютний ринок і можливості розрахунків без поставки проти платежу. Для вільного та розвинутого валютного ринку вже здійснено кроки НБУ, останній серед яких ознаменувався набуттям чинності Закону України «Про валюту і валютні операції» від 7 лютого 2019 р.

ВИСНОВКИ

Стратегічна програма розвитку інфраструктурного забезпечення фондового ринку України загалом спрямована саме на реорганізацію інфраструктури та її вдосконалення в межах показників та критеріїв, які аналізуються в дослідженнях FTSE.

Для переходу фондового ринку України та його інфраструктури до класу розвитку «Developed» слід внести зміни до законів України та основних підзаконних нормативно-правових актів. Кінцевим результатом реформування та впровадження запропонованих змін інфраструктури фондового ринку є формування консолідованої та конкурентоспроможної вітчизняної інфраструктури ринку цінних паперів: економічної, надійної з точки зору ризиків, гнучкої, сучасної та технологічної, здатної інтегруватися у світову інфраструктуру та якісно впливати на ефективність і, звичайно ж, сприяти інвестиційній привабливості та розкриттю потенціалу українського ринку цінних паперів.

Перспективами подальших розвідок є обґрунтування методичного підходу до підвищення ефективності реалізації стратегій розвитку інфраструктури фондового ринку України. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
2. **Гапонюк М.** Інфраструктура фондового ринку України: проблемні питання та перспективи розвитку. *Збірник праць Національного університету державної податкової служби України*. 2010. № 2. С. 36–44.
3. **Головко А.** Інфраструктура ринку: прогноз вітчизняної моделі та факторів, що її визначають. *Фінансовий ринок України*. 2007. № 1. С. 8–13.
4. **Дранник Е.** Вплив глобалізаційних процесів на фондовий ринок України. *Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою*. 2012. Т. XIII. С. 172–179.
5. **Желіхівська А.** Визначення ефективності функціонування інститутів інфраструктури фондового ринку України. *Інвестиції: практика та досвід*. 2009. № 14. С. 24–27.
6. **Жихор О.** Інноваційна політика розвитку регіонів: теорія та практика формування, механізми реалізації. Львів: Інститут регіональних досліджень НАН України, 2009. 538 с.
7. **Коробка Р.** Критерії та умови оптимальності розвитку інфраструктури фондового ринку України. *Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. Серія «Економіка і менеджмент»*. 2012. № 3. С. 153–161.

8. Рекуненко І. Інфраструктура ринку: елементи та значення в ринковій економіці. Економіка, фінанси, право. 2011. № 11–12. С. 19–22.

9. Рекуненко І. І., Коробка Р. В. Інфраструктура фінансового ринку як економічна категорія // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XIV Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Суми, 27–28 жовтня 2011 р.). Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2011. Т. 2. С. 67–68.

10. Стрижиченко К. Циклічність розвитку економіки України в контексті її політико-правових трансформацій. *Проблеми економіки*. 2016. № 2. С. 194–199.

11. Чернуха Н. Сучасний стан та перспективи розвитку ринку похідних цінних паперів в Україні. // Стратегічні орієнтири. 2016. URL: <http://libfor.com/index.php?newsid=2816>

12. Equity Country Classification // FTSE Russel. URL: <https://www.ftse.com/products/indices/country-classification>

Науковий керівник – Гуроров А. О., доктор економічних наук, старший науковий співробітник, провідний науковий співробітник відділу організації менеджменту, публічного управління та адміністрування ННЦ «Інститут аграрної економіки» (м. Київ)

REFERENCES

“Analytical data on stock market development” [Analytical Data on Stock Market Development]. Natsionalna komisiiia z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku. <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>

Chernukha, N. Suchasnyi stan ta perspektyvy rozvytku rynku pokhidnykh tsinnykh paperiv v Ukraini. <http://libfor.com/index.php?newsid=2816>

Drannyk, E. “Vplyv hlobalizatsiinykh protsesiv na fondovyi rynek Ukrainy” [Impact of Globalization Processes on the Stock Market of Ukraine]. *Rozvytok finansovykh metodiv derzhavnoho upravlinnia natsionalnoi ekonomikoii*, vol. XIII (2012): 172-179.

“Equity Country Classification”. FTSE Russel. <https://www.ftse.com/products/indices/country-classification>

Haponiuk, M. “Infrastruktura fondovoho rynku Ukrainy: problemni pytannia ta perspektyvy rozvytku” [Stock Market Infrastructure of Ukraine: Issues and Development Prospects]. *Zbirnyk prats Natsionalnoho universytetu derzhavnoi podatkovoi sluzhby Ukrainy*, no. 2 (2010): 36-44.

Holovko, A. “Infrastruktura rynku: prohnaz vitchyzniano modeli ta faktoriv, shcho yii vyznachaiut” [Market Infrastructure: A forecast of the Domestic Model and the Factors That Determine it]. *Finansovyi rynek Ukrainy*, no. 1 (2007): 8-13.

Korobka, R. “Kryterii ta umovy optymality rozvytku infrastruktury fondovoho rynku Ukrainy” [Criteria and Conditions for Optimization of Stock Market Infrastructure of Ukraine]. *Visnyk Skhidnoievropeiskoho universytetu ekonomiky i menedzhmentu. Seriiia «Ekonomika i menedzhment»*, no. 3 (2012): 153-161.

Rekunenka, I. “Infrastruktura rynku: elementy ta znachennia v rynkovii ekonomitsii” [Market Infrastructure: Elements and Importance in a Market Economy]. *Ekonomika, finansy, pravo*, no. 11-12 (2011): 19-22.

Rekunenka, I. I., and Korobka, R. V. “Infrastruktura finansovoho rynku yak ekonomichna katehoriia” [Financial Market Infrastructure as an Economic Category]. *Problemy i perspektyvy rozvytku bankivskoi systemy Ukrainy*, vol. 2. Sumy: DVNZ «UABS NBU», 2011. 67-68.

Stryzhychenko, K. “Tsyklichnist rozvytku ekonomiky Ukrainy v konteksti yii polityko-pravovykh transformatsii” [Cyclicity of Economic Development of Ukraine in the Context of its Political and Legal Transformations]. *Problemy ekonomiky*, no. 2 (2016): 194-199.

Zhelikhivska, A. “Vyznachennia efektyvnosti funktsionuvannia instytutiv infrastruktury fondovoho rynku Ukrainy” [Determination of Efficiency of Functioning of Stock Market Infrastructure of Ukraine]. *Investytsii: praktyka ta dosvid*, no. 14 (2009): 24-27.

Zhykhor, O. *Innovatsiina polityka rozvytku rehioniv: teoriia ta praktyka formuvannia, mekhanizmy realizatsii* [Innovative Regional Development Policy: Theory and Practice of Formation, Mechanisms of Implementation]. Lviv: Instytut rehionalnykh doslidzhen NAN Ukrainy, 2009.