

## ТЕНДЕНЦІЇ І ОСОБЛИВОСТІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ: СВІТОВИЙ ДОСВІД І ВІТЧИЗНЯНІ РЕАЛІЇ

*Чичкало-Кондрацька Ірина Борисівна,  
доктор економічних наук, доцент,  
завідувач кафедри міжнародної економіки  
Полтавський національний технічний університет  
імені Юрія Кондратюка*

В умовах глобалізації особливу роль у розвитку як окремих національних господарств, так і світової економіки у цілому відіграють процеси злиття та поглинання компаній. Найкрупніші компанії світу розглядають ці процеси як реальний спосіб розширити масштаби своєї діяльності, підвищити міжнародну конкурентоспроможність та збільшити прибуток. До початку XXI ст. відбулося п'ять хвиль злиття і поглинань. Серед найзначніших операцій слід відзначити об'єднання компаній в таких галузях: авіабудування («Boeing» та «McDonnell Douglas»), автомобілебудування («BMW» і «Rover Group», «Daimler-Benz» та «Chrysler»), виробництво біологічних продуктів («Roche Holding AG» і «Genentech Inc»), нафтогазова промисловість («British Petroleum» та «Amoco», «Mobil» і «Техасо»), фінансова сфера («Morgan Stanley» і «Dean Whitter Discovery») та інші. У результаті активізації процесів злиття і поглинання утворилася низка світових супергігантів.

У сучасній науковій літературі зустрічаються різні підходи до розуміння сутності, значення, класифікації цих процесів. Дослідженню фінансових аспектів і ризиків злиття та поглинання компаній, світових тенденцій у цій сфері, впливу даних процесів на економічну безпеку країн, міжнародних корпоративних стратегій злиття та поглинання присвячено

роботи таких науковців, як О. Абакуменко<sup>1</sup>, І. Андрущенко<sup>2</sup>, Є. Коломієць-Людвіг<sup>3</sup>, О. Курасов<sup>4</sup>, М. Литовченко<sup>5</sup>, В. Македон<sup>6</sup>, О. Сазонець<sup>7</sup> та ін.

Метою нашого дослідження є виявлення сучасних особливостей і тенденцій, найпоширеніших типів злиття та поглинання компаній у світі, визначення доцільності використання міжнародного досвіду в цій сфері в Україні.

Слід відзначити, що за своєю структурою злиття і поглинання дуже неоднорідні. У міжнародній практиці виділяють різні типи злиття і поглинання залежно від таких класифікаційних ознак, як: стратегічна мета; рівень синергії; форма фінансування операції; географічні та галузеві особливості тощо.

Рівень злиттів і поглинань сильно різниться за регіонами, країнами і в цілому у світі. Злиття та поглинання, які здійснюються усередині регіону, відрізняються за багатьма параметрами від аналогічних транскордонних та транснаціональних операцій.

Залежно від стратегічної мети і характеру інтеграції компанії можна виділити горизонтальні, вертикальні і конгломеративні злиття. Така класифікація характеризує відносини між фірмами і напрям дій, згідно з яким компанія позиціонує себе в довгостроковому періоді.

---

<sup>1</sup> Абакуменко О.В. Вплив процесів злиття та поглинання на економічну безпеку України / О.В. Абакуменко, М.В. Литовченко // Інвестиції: практика та досвід. – 2011. – №23. – С. 42 – 47.

<sup>2</sup> Андрущенко І.Г. Ризики при злитті та поглинанні фінансових установ / І.Г.Андрущенко // Науковий вісник Національної академії внутрішніх справ України. – 2011. – №5. – С. 39 – 47.

<sup>3</sup> Коломієць-Людвіг Є. Класифікація злиття та поглинання за критеріями, що мають юридичне значення / Є. Коломієць-Людвіг // Підприємництво, господарство і право. – 2010. – №11. – С. 67 – 70.

<sup>4</sup> Курасов О. Класичні помилки та практика урегулювання конфліктів при злиттях і поглинаннях / О. Курасов // Фінансовий ринок України. – 2010. – №8. – С. 18 – 20

<sup>5</sup> Литовченко М.В. Злиття та поглинання: проблеми визначення дефініції // Науковий вісник ЧДІЕУ. – 2011. - №3 (11). – С. 250 – 257.

<sup>6</sup> Македон В.В. Класифікація процесів корпоративних злиттів і поглинань / В.В. Македон // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2009. – №2. – С. 124 – 128.

<sup>7</sup> Сазонець О.М. Укрупнення компаній як фактор розвитку ринку інформаційних технологій / О.М. Сазонець // Інвестиції: практика та досвід. – 2009. – №16. – С. 29 – 33.

Як показує світовий досвід, для успішного горизонтального злиття дуже важливу роль відіграє правильне визначення ринку. Крім того, такі операції найчастіше перебувають під посиленням контролем з боку антимонопольних органів для запобігання можливому захопленню частки ринку й обмеженню конкуренції.

Вертикальне злиття може розширювати сферу діяльності компанії в певній галузі як у напрямі до постачальників, так і в напрямі до кінцевого користувача або продукту. Таке злиття приводить до повної або часткової вертикальної інтеграції, яка створює конкурентну перевагу, засновану на диференціації, тому вертикальні злиття дуже популярні в світовій економіці.

Останнім часом поширилися випадки конгломеративного злиття, тобто об'єднання двох компаній, які не пов'язані між собою ніякими технологічними та іншими зв'язками, крім фінансових. Конгломеративні злиття приводять до утворення диверсифікованого портфеля, на відміну від синергетичного портфеля, який утворюється, коли група господарських підрозділів стратегічно пов'язана між собою.

Пов'язане злиття дає змогу реалізовувати стратегічну відповідність, яка може виявлятися в абсолютно різних сферах діяльності фірми: технології виробництва, вимогах до персоналу, джерелах матеріальних ресурсів, методах управління, консолідації схожих торговельних марок тощо. Непов'язане злиття в основному здійснюється з метою отримання високих і стабільних фінансових результатів, а також розподілення фінансових ризиків за багатьма напрямками.

Розглянемо відмінності злиттів і поглинань залежно від їх фінансування. Виділяють три основні варіанти оплати угод потенційними покупцями. По-перше, оплату можна здійснити повністю в грошовій формі, по-друге, повністю в цінних паперах, коли засобом платежу виступають акції компанії-покупця, і, по-третє, може використовуватися

комбінація цих двох варіантів. Як свідчить сучасна практика фінансування, обмін акціями стає все більш популярною технологією при здійсненні таких операцій. Так, якщо у 2001 р. близько 60% вартості найбільших операцій (понад 100 млн. дол. США) було сплачено повністю грошовими коштами і менше 2% – пайовою участю, то в останні роки понад 50% вартості операцій оплачувалося повністю акціями і лише 15 – 17% повністю грошовими коштами.

Це, на нашу думку, обумовлено бажанням компанії, що поглинає, зменшити ризики, оскільки при сплаті за операцію акціями, синергетичний ризик розподіляється пропорційно часткам акціонерів обох компаній у новій комбінованій компанії, а при грошових трансакціях власники компанії, яка здійснює поглинання, повністю несуть ризик за те, що очікуване зростання вартості, яке виражається у премії, за рахунок злиття не реалізується.

Серед основних причин, які обумовлюють прийняття компанією рішень про злиття та поглинання, можна назвати:

- усунення конкурента і, як результат, посилення власних ринкових позицій;
- захист власної конкурентної позиції;
- придбання частки ринку задля розширення масштабів збуту або, навіть, отримання на ньому домінуючої позиції;
- посилення своїх слабких сторін;
- заповнення розривів у власній глобальній мережі.

Наслідки процесів злиття та поглинань є неоднозначними. Найбільший синергетичний ефект може бути отриманий з корпоративної точки зору, який включає підвищення рівня диверсифікації, економію на масштабах, поліпшення менеджменту, що вигідно як для економіки у цілому, так і для споживачів.

Дослідження міжнародного ринку М&А свідчить, що кількість і обсяг міжнародних угод із злиття та поглинання в останні десятиріччя постійно зростали. Рекордного рівня загальна вартість операцій на світовому ринку М&А досягла у 2007 р. – 4,3 трлн. доларів, а їх кількість становила 46701<sup>8</sup>.

Починаючи з кризового 2008 р. значна частина крупних операцій зі злиття та поглинання була пов'язана із спробами урядів розвинених країн пом'якшити наслідки важкої фінансової ситуації в декількох найбільших корпораціях, оскільки їх банкрутство могло викликати нову хвилю паніки на фінансових ринках і подальше погіршення ситуації. Державна підтримка передусім була направлена на банківський сектор.

Найбільша операція такого роду мала місце у Великобританії, де держава довела частку володіння «Royal Bank of Scotland» до 84,9%, вклавши 41,8 млрд. дол. США. Серед великих трансакцій в інших галузях відмічається участь уряду США в порятунку «General Motors» і страхової компанії «AIG».

Але відбувалися і чисто комерційні операції, насамперед на фармацевтичному ринку. Лише за I квартал 2009 р. у цій сфері було проведено відразу три операції загальним обсягом понад 156 млрд. дол. США. Так, найбільший у світі фармацевтичний концерн «Pfizer Inc.» за 68 млрд. дол. США купив американську компанію «Wyeth», раніше відому як «American Home Products». Потім швейцарська фірма «Roche Holding AG» довела до 100 % свою частку в біотехнологічній компанії «Genentech Inc.» (47 млрд. дол. США), а компанія «Merck» за 41 млрд. дол. США придбала «Schering-Plough»<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Спад на світовому ринку злиття та поглинань продовжився / Українська правда. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.epravda.com.ua/news/2012/12/27/353022](http://www.epravda.com.ua/news/2012/12/27/353022)

<sup>9</sup> Россоха В.В., Осетрова О.П. Світові тенденції корпоративного злиття і поглинання. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [archive.nbuv.gov.ua](http://archive.nbuv.gov.ua)

Серед інших активних галузей у сфері М&А-операцій виділялися фінансова, енергетична та сировинна сфери, ринок «hi-tech». Активним поглиначем 2009 р. була «Cisco Systems», яка вважається однією з найуспішніших компаній Інтернет-ери. У грудні 2009 р. «Cisco» вдалося придбати більше 90 % акцій норвезької компанії «Tandberg». Операція, що дала можливість компанії стати світовим лідером у виробництві устаткування для відеоконференцій, обійшлася в 3,4 млрд. дол. США.

У 2010 – 2011 рр. активність на світовому ринку М&А дещо підвищилась. Але макроекономічні проблеми, у тому числі тривала криза єврозони і загроза «фінансового обриву» в США, утримували компанії розвинутих країн від проведення операцій злиття та поглинання. Внаслідок, у 2012 р. активність у цій області у всьому світі знизилася порівняно з попереднім роком: операцій стало менше на 12%, їх загальна вартість знизилася на 8%.

Дослідження, проведені компанією "Ernst&Young", свідчать, що у 2012 р. загальна вартість операцій на світовому ринку М&А знизилася на 47% порівняно з 2007 р. до 2,25 трлн. доларів США, а їх кількість зменшилася на 21% до 36865<sup>10</sup>.

У 2013 р. очікується падіння інтересу великих міжнародних корпорацій до злиття та поглинань, і операцій у цьому секторі буде мало.

Тривалий час на міжнародному ринку М&А домінуючими учасниками були американські та західноєвропейські компанії. Постійно збільшувалася частка японських компаній у міжнародній корпоративній консолідації. Але в 2012 р. країни БРІКС витіснили представників єврозони з десятки країн із найбільшою загальною вартістю операцій.

Так, якщо у 2007 р. до десятки країн світу з найвищою загальною вартістю операцій М&А входило 5 країн єврозони, а єдиним

---

<sup>10</sup> Спад на світовому ринку злиття та поглинань продовжився / Українська правда. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.epravda.com.ua/news/2012/12/27/353022](http://www.epravda.com.ua/news/2012/12/27/353022)

представником БРІК у цьому списку була Росія, то сьогодні до нього входять Китай (друге місце), Бразилія і Росія. З п'яти представників єврозони лише Німеччині вдалося зберегти за собою місце у десятці (дев'яте місце).

Експерти вважають, що у 2013 р. міжнародні корпорації більш охоче інвестуватимуть до Китаю. До п'ятірки найпривабливіших з цієї точки зору країн також ввійдуть Індія (3 місце) і Бразилія (4 місце), а також Німеччина (5 місце) і США (2 місце)<sup>11</sup>.

Аналіз тенденцій, особливостей і закономірностей на світовому ринку М&А дає змогу зробити такі висновки.

По-перше, фірми, які володіють технологічними перевагами, більш схильні створювати підприємства в нових секторах економіки, а технологічно відсталі компанії найчастіше здобувають технології через поглинання закордонних підприємств.

По-друге, технологічно диверсифіковані компанії зазвичай проникають на нові ринки через поглинання місцевих фірм.

По-третє, в останні три десятиліття лідерами на глобальному ринку злиття і поглинання виступають фірми з великим досвідом діяльності на міжнародному ринку.

По-четверте, останнім часом спостерігається активізація невеликих фірм на ринку М&А, а не тільки крупних ТНК.

По-п'яте, придбання часто призводять до недооцінки активів підприємств, які продаються або істотному зниженню цін на ці активи.

В Україні проблема злиття та поглинання є досить актуальною, учасники фінансового ринку сьогодні проявляють значний інтерес до цих процесів, хоча говорити про високий рівень розвитку технологій М&А ще зарано. Дослідження злиттів та поглинань серед компаній України

---

<sup>11</sup> Спад на світовому ринку злиття та поглинань продовжився / Українська правда. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.epravda.com.ua/news/2012/12/27/353022](http://www.epravda.com.ua/news/2012/12/27/353022)

дозволяють виділити ряд тенденцій та особливостей. Передусім, на українському ринку злиття та поглинання існує низка проблем.

По-перше, недосконалість законодавства в галузі злиття та поглинання гальмує укладання чесних та відкритих угод, спричиняє значну кількість невдач та зловживань у цій сфері.

В Україні немає чітко визначеного понятійного апарату щодо «злиття», а термін «поглинання» взагалі не зустрічається у вітчизняних законодавчих актах.

У ряді нормативно-правових актів поряд з терміном «злиття» зустрічається поняття «приєднання», зокрема в Господарському кодексі, Цивільному кодексі, Законі України «Про акціонерні товариства». Але в Податковому кодексі злиття і приєднання не виокремлені як самостійні поняття. На практиці дуже важко дати точне визначення угоді злиття чи поглинання, іноді це можливо лише тоді, коли стає зрозумілим, у якій атмосфері проходять переговори – в дружній чи ворожій. Таким чином, процедури щодо злиття та поглинання, прописані в законодавчих і нормативних документах України, потребують детального опису та визначення.

Велика кількість проблем і помилок в галузі злиття та поглинання виникає через недостатній досвід власників і менеджерів компаній. Однією з важливих особливостей вітчизняного ринку M&A є закритість інформації, тому велика кількість малих і середніх операцій не завжди є публічними.

Якщо розглянути динаміку ринку M&A в Україні, можна відзначити, що він з кожним роком набирає обертів, зростає його роль у світовому масштабі. Більшість угод із злиттів і поглинань сьогодні здійснюється або з метою формування сильної вертикально інтегрованої структури організації, або ж з метою посилення ринкової позиції. Саме тому об'єктом сучасного ринку злиття та поглинання в Україні передусім є підприємства



металургійної та харчової галузей промисловості, а також телекомунікаційного бізнесу та сфери фінансових послуг.

Аналіз розвитку процесів злиття та поглинання в Україні свідчить, що впродовж 1990-х років таких операцій за участю вітчизняних компаній практично не спостерігалось. Вперше показник поглинання вітчизняних підприємств іноземними значно виріс у 2000 р. і становив 151 млн. дол. США.

У наступні роки відбулося підвищення обсягів іноземного інвестування в Україну. В 2005 р. на вітчизняному ринку злиття та поглинання було здійснено 85-ть угод вартістю 2,3 млрд. дол. США, що становило 3% від всього обсягу цього ринку в Центральній і Східній Європі. Найактивнішими зовнішніми інвесторами до України були Росія (14 угод), США і Австрія. Україна зайняла третє місце з привабливості для зовнішніх інвесторів після Республіки Чехії і Словаччини.

У 2006 р. український ринок злиття та поглинання оцінювався в 3,4 млрд. дол. США (3,2% ВВП). Загальна вартість угод виросла на 44% порівняно з 2005 р., а кількість угод – на 101% (до 171-єї). Це був найвищий показник зростання в Південно-Східній Європі. Найбільшими інвесторами до України стали підприємства Росії (22 угоди), Польщі (13 угод), Кіпру (6 угод), Великобританії (5 угод) і Франції (5 угод). Найзначніший обсяг угод (1,7 млрд. дол. США) спостерігався у сфері фінансових послуг завдяки тому, що іноземні інвестори цього року придбали декілька великих українських банків<sup>12</sup>.

За даними групи M&A-Intelligence, у 2007 р. обсяг операцій M&A досяг рекордного показника – 21,49 млрд. дол. США. Найбільше операцій проводилося в секторі фінансових послуг (більше 25 трансакцій), харчовій

---

<sup>12</sup> Фітель О.І. Особливості злиття та поглинання банківських установ в Україні / О.І.Фітель // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2009. – №2(5). – С. 90 – 93.

промисловості (12 трансакцій); інвестиційно привабливими були також паливно-енергетичний комплекс, важке машинобудування, металургійна промисловість тощо.

На противагу європейським інвесторам, для яких компанії фармацевтичної і хімічної промисловості є найціннішими, національний ринок все більше стає предметом зацікавленості з боку представників торгівлі. Підтвердженням тому є отримання польською компанією «NFI Empik Media & Fashion» контролю над мережею магазинів роздрібною торгівлі одягом «Maratex».

У 2008 р. аналітики передбачали збільшення ринку M&A ще на 30% – до 20 млрд. дол. США. Проте реально ємність ринку в 2008 р. впала порівняно з попереднім роком майже в шість разів – до 3,7 млрд. дол. США. У трійці галузей-лідерів M&A за кількістю й обсягом операцій були фінансовий сектор (у ньому відбулося 8 операцій на загальну суму 1,92 млрд. дол. США), металургія (дві трансакції на суму 590 млн. дол. США) і харчова промисловість (13 трансакцій на суму 575 млн. дол. США).

Серед особливостей останніх місяців 2008 р. було різке збільшення заявок на продаж проблемних активів, проведення більшості операцій неопублічно (в основному через необхідність реструктуризації боргу), збільшення обсягів злиття та поглинання в середньому і дрібному бізнесі.

У 2009 р. через кризу вітчизняний ринок M&A кардинально змінився з «ринку продавця» на «ринок покупця». Основними причинами таких операцій стало не бажання іноземних компаній отримати доступ на український ринок, як раніше, а пошук і придбання найпривабливіших активів за вигідною ціною. Загальна кількість операцій M&A в країні різко скоротилася в результаті швидкого зниження активності інвесторів. Слід відзначити зменшення інтересу до підприємств, що вимагають значних інвестицій на модернізацію і розвиток. Найвища активність операцій спостерігалася в секторах з активами, що знецінилися, – фінансовому,

рітейлі, нерухомості. Основною ж причиною вузькості ринку M&A України став брак коштів для проведення операцій. Найбільша кількість операцій пройшла між українськими власниками. За оцінками аналітиків, у 2009 р. обсяг ринку публічних і не публічних операцій не перевищив 1,5 млрд. дол. США без урахування придбань «Метінвеста».

2010 р. ознаменувався вибуховим зростанням масштабів українського ринку M&A. Одним із основних чинників цього стало отримання потенційними інвесторами доступу до фінансових ресурсів, а також більша поступливість продавців компаній. Обсяг операції зі злиття та поглинання перевищив 4,5 млрд. дол. США. Найбільша кількість угод була укладена у фінансовому секторі, але найвища сума операції була характерна для важкої промисловості.

Спостерігалася велика активність в агросекторі, FCMG, нерухомості і продуктовому рітейлі. Так «Кернер» придбав «Allseeds Group»; «МХП» купив компанії «Продальянс», «Канівське» та ще дві компанії; будівельний холдинг «BT Invest» об'єднався з «НСМ». Відбулося багато приватних операцій в секторі нерухомості.

За підсумками 2011 р. було зафіксовано в цілому 53 угоди в Україні на загальну суму 5,43 млрд. дол. США, що на 20,1% більше результату 2010 р. У 2012 р. найбільша M&A-активність в Україні була в агросекторі, сфері переробки та рітейлі, оскільки саме в цих галузях зберігається значний потенціал для концентрації бізнесу.

У I кварталі 2013 р. на вітчизняному ринку угод M&A було зафіксовано близько 40 трансакцій на суму 3,7 – 4,0 млрд. дол. США. З початку року було оголошено кілька значних угод, а саме: продаж «Інтера» за 2,5 млрд. дол. США, «AES Київобленерго» (VS Energy& AES Corporation – 89,12%) і «AES Рівнеобленерго» – за 113 млн. дол. США (84,56%), Одеського НПЗ – близько 200 млн. дол. США (ВЕТЕК – Східно – європейська паливно-енергетична компанія), «Ерсте банку» – 83 млн. дол.

США. Крім того, завершені операції з продажу «Технополісу» («Ельдорадо» – Росія), «Каравану». На заключній стадії – переговори про продаж «АВК» і «Запоріжтрансформатор», причому ціна кожної з цих угод набагато перевищує 100 млн. дол. США.

Висока активність процесів злиття та поглинання завжди спостерігалася у банківському секторі України. Особливістю України є те, що всі угоди зі злиття та поглинання в банківському секторі було здійснено, використовуючи лише готівкову форму розрахунку. Це пояснюється, перш за все, тим, що «банки-покупці» значно переважали за активами «банки-цілі».

Передумовою сьогоденного поживлення таких процесів є поява на ринку більшої кількості «покупців» цього специфічного товару, що пояснюється певною стабілізацією економічної ситуації після фінансової кризи. Ціни на українські активи зросли, що спонукає власників до їх продажу.

За 2012 р. у банківському секторі України відбулися значні зміни – сім відомих європейських фінансових установ залишили наш ринок. За оцінками експертів, ще мінімум два банки планують продати свої українські підрозділи. Продаж активів пояснюється кризовими процесами в країнах Європи, а також внутрішніми проблемами на українському ринку, зокрема сповільненням економічного зростання, нижчою за прогнозу прибутковістю банківської системи, високим рівнем проблемних боргів і очікуванням девальвації гривні в Україні<sup>13</sup>.

Покупцями виступають переважно українські та російські фінансові установи. Так, «Erste Group» продала свій «Ерсте Банк» власнику «Фідобанку». Наприкінці 2012 р. російський «Сбербанк» придбав австрійський «Volksbank» та почалося об'єднання українських підрозділів

---

<sup>13</sup> Основні показники діяльності банків України на 1 січня 2013 року // Вісник Національного банку України. – Лютий 2013 р. – № 2. – С. 50.

цих банків. На відміну від більшості банків, «Сбербанк» активно нарощував кредитний портфель і відкривав нові відділення.

«Дельта банк» виріс у чотири рази завдяки активній скупці кредитних портфелів і банків за останні два роки. Було придбано 100% акцій 55-ої за розміром активів фінансової установи країни – «Swedbank». Є домовленість про покупку 100% акцій у акціонерів «Кредит промбанку» за символічну ціну внаслідок знецінення банківських активів після фінансової кризи. Потенційне об'єднання цих банків під брендом «Дельта банку» приведе до створення установи з капіталом понад 6 млрд. грн. і активами 45 млрд. грн., який за розмірами активів займе п'яте місце в банківській системі, потіснивши «Промінвестбанк», «Укрсоцбанк» та «ВТБ банк»<sup>14</sup>.

Можна відзначити, що існує ймовірність того, що з великих українських банків із західним капіталом на ринку залишаться лише ті, які мають сильні ринкові позиції і не виявлять бажання продавати свої активи за відносно низькими цінами.

Зростання кількості угод зі злиття та поглинання є ознакою часу та складовими глобалізації світової економіки, проте вони також визначають характер внутрішнього ринку і передбачають адаптацію вже існуючих організаційно-економічних чинників з урахуванням особливостей функціонування міжнародних компаній та банків в Україні. Тому лише консолідація досвіду, можливостей та раціональних управлінських, маркетингових, фінансових та організаційних рішень дозволить ефективно використати ринковий потенціал вітчизняних підприємств та фінансових установ.

---

<sup>14</sup> Вовк В. Діагностування кризи з боку центральних банків: зарубіжний та вітчизняний досвід / В. Вовк, Ю. Дмитрик // Вісник Національного банку України. – Березень 2013 р. – № 3. – С. 20.