

О. О. Терещенко

доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри корпоративних фінансів і контролінгу Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана, Київ, Україна, tereshchenko@kneu.edu.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8808-1383>

О. Е. Гончаренко

аспірантка кафедри корпоративних фінансів і контролінгу Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана, Київ, Україна, honcharenko15olha@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6860-9862>

ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ ПРОЦЕСУ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ В УМОВАХ ГЕОПОЛІТИЧНИХ РИЗИКІВ

Анотація. *Вступ.* Геополітичні ризики та кризи стали суттєвим чинником, який впливає на фінансово-інвестиційні рішення. Военні дії, пандемії, кліматичні зміни, порушення ланцюгів постачання, соціальні потрясіння стали драйверами невизначеності й провокують непрогнозовану волатильність на глобальних ринках. Це зумовлює необхідність переосмислення традиційних інструментів підтримки фінансово-інвестиційних рішень, зокрема щодо злиття та поглинання компаній (трансакцій M&A).

Проблематика. Проблема полягає в недостатній адаптації традиційних інструментів підтримки рішень щодо M&A до нової геополітичної реальності, яка характеризується перманентними кризами, збоями в ланцюгах поставок, підвищеним рівнем невизначеності.

Мета – визначення характеру впливу геополітичних ризиків і біхевіористичних чинників на прийняття інвестиційних рішень і обґрунтування концепції фінансового контролінгу M&A, спрямованої на координацію та підтримку рішень щодо злиття і поглинання в умовах геополітичної невизначеності.

Методи. Використано змішаний методичний підхід (Mixed Methods Research), за якого на базі індуктивних спостережень формулюються гіпотези, котрі потім дедуктивно тестуються. У рамках цього підходу застосовано якісні й кількісні методи дослідження, зокрема контент-аналіз, абстрактно-логічний та метод синтезу, регресійно-кореляційний аналіз, метод онлайн-опитування (CAWI – Computer Assisted Web Interviewing).

Результати. З'ясовано характер впливу геополітичних ризиків на динаміку ринку злиття та поглинання компаній. На основі емпіричного аналізу підтверджено вплив суб'єктивної, біхевіористичної складової на прийняття інвестиційних рішень у цілому та рішень щодо злиття та поглинання зокрема. Вперше обґрунтовано концепцію фінансового контролінгу M&A, спрямовану на інформаційну, методичну та аналітичну підтримку відповідних рішень. Розкрито зміст екосистемного підходу до процесу злиття та поглинання компаній.

Висновки. Доведено, що у процесі прийняття інвестиційних рішень щодо M&A недостатньо враховуються геополітичні ризики, що доволі часто призводить до невдалих угод. Це є наслідком недоліків діючих методик рейтингування та оцінки вартості компаній, а також впливу суб'єктивної, біхевіористичної складової на

прийняття інвестиційних рішень. Для вирішення комплексу проблем, пов'язаних із M&A, доцільно запровадити цілісну концепцію фінансового контролінгу і екосистемний підхід до процесу злиття та поглинання.

Ключові слова: корпоративні фінанси, M&A транзакції, фінансовий контролінг, оцінка ризиків, геополітичні ризики, дью-ділідженс, інвестиційний аналіз.

Рис. 6. Табл. 1. Літ. 42.

Oleg Tereshchenko

Dr. Sc. (Economics), Professor, Kyiv National Economic University named Vadym Hetman, Kyiv, Ukraine, tereshchenko@kneu.edu.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8808-1383>

Olha Honcharenko

Kyiv National Economic University named Vadym Hetman, Kyiv, Ukraine, honcharenko15olha@gmail.com
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6860-9862>

FINANCIAL CONTROLLING OF THE MERGER AND ACQUISITION PROCESS IN THE CONTEXT OF GEOPOLITICAL RISKS

Abstract. Introduction. Geopolitical risks and crises have become a significant factor affecting financial and investment decisions. Military actions, pandemics, climate change, supply chain disruptions, and social upheavals have become drivers of uncertainty, leading to unpredictable volatility in global markets. This necessitates a reevaluation of traditional tools for supporting financial and investment decisions, including decisions regarding mergers and acquisitions (M&A transactions).

Problem Statement. The problem lies in the insufficient adaptation of traditional decision-support tools for M&A to the new geopolitical reality, characterized by permanent crises, supply chain disruptions, and increased levels of uncertainty.

Purpose. To determine the nature of the impact of geopolitical risks and behavioral factors on investment decision-making and to substantiate the concept of financial controlling in M&A.

Methods. A mixed-method approach (Mixed Methods Research) was employed, whereby hypotheses were formulated based on inductive observations and then deductively tested. Within this framework, both qualitative and quantitative research methods were applied, including content analysis, abstract-logical and synthesis methods, regression-correlation analysis, and the online survey method (CAWI – Computer Assisted Web Interviewing).

Results. The nature of the impact of geopolitical risks on the dynamics of the merger and acquisition market has been clarified. Based on empirical analysis, the influence of the subjective, behavioral component on investment decision-making as a whole and decisions regarding mergers and acquisitions in particular has been confirmed. For the first time, the concept of financial controlling in M&A has been substantiated, aimed at providing informational, methodological, and analytical support for relevant decisions. The essence of the ecosystem approach to the process of mergers and acquisitions has been revealed.

Conclusions. It has been proven that geopolitical risks are insufficiently taken into account in the process of making investment decisions regarding M&A, which often leads to unsuccessful deals. This is a consequence of the shortcomings of existing company valuation and rating methodologies, as well as the influence of the subjective, behavioral component on investment decision-making. To address the complex issues associated with M&A, it is advisable to implement a comprehensive concept of financial controlling and an ecosystem approach to the merger and acquisition process.

Keywords: corporate finance, M&A transactions, financial controlling, risk assessment, geopolitical risks, due diligence, investment analysis.

JEL classification: G30, G34, G41.

Вступ. Одним із шляхів адаптації бізнесу до нових геополітичних реалій, створення передумов для генерування ефекту синергії, масштабування і, зрештою, максимізації вартості є реалізація угод злиття та поглинання (M&A). Злиття та поглинання компаній – важливий напрям корпоративних фінансів. Відповідні трансакції є комплексним і складним процесом, який вирізняється високим рівнем варіативності, унікальності й ризиковості. За даними Harvard Business Review, від 70 до 90 % угод M&A зазнають невдачі, оскільки не генерують очікуваної чистої доданої вартості [1]. Воєнні дії, пандемії, кліматичні ризики, загрози кібератак, порушення ланцюгів постачання, соціальні потрясіння останнім часом стали значимими драйверами невизначеності, котрі провокують волатильність на ринках. Можна припустити, що за цих умов кількість невдалих угод збільшиться, адже релевантність кількісних методів оцінки ефективності інвестиційних рішень має тенденцію до зменшення. Натомість імовірно зростання ролі суб'єктивних та біхевіористичних чинників впливу на прийняття рішень. Це зумовлює необхідність дослідження впливу окреслених факторів на інвестиційні рішення, а також переосмислення традиційних інструментів підтримки рішень щодо трансакцій M&A.

Аналіз досліджень і постановка проблеми. Проведений аналіз публікацій, присвячених інвестуванню в M&A, дає змогу виокремити низку проблемних питань, навколо яких точаться дискусії та котрі потребують наукового вирішення. Найбільш нагальні з них розглянуто далі.

По-перше, на сьогодні не уніфіковано й не стандартизовано етапи процесу злиття та поглинання. Зокрема, у працях таких авторів, як Т. Гелпін, М. Герндон, І. Гомес, Д. Грауман, І. Каземек, Г. Пікот, Дж. Фарлі, І. Шваллі та ін., виокремлюються два етапи: “до підписання угоди” та “після підписання угоди” [2–6]. С. Парентау та Ф. Вестон обґрунтовують чотири фази відповідного процесу: планування стратегії, відбір кандидатів (таргетів), дью-ділідженс і закриття угоди, а також “кінцева” фаза інтеграції [7]. Д. Депаμφіліс позначає вже 10 етапів (бізнес-планування, планування злиття-поглинання, пошук, скринінг, “перша зустріч”, комунікації, планування корпоративної інтеграції, завершення угоди, корпоративна інтеграція, оцінка) [8]. Використання різних підходів до інтерпретації етапів процесу, значна частина з яких має поверховий характер, недостатнє методичне забезпечення окремих етапів та відмінності у трактуваннях моменту завершення угоди (підписання ДКП (договір купівлі-продажу); інтеграція чи постінтеграція), а також ігнорування паралельності певних етапів можуть призводити до неадекватної оцінки ефективності угод і готовності сторін до трансакції. Зважаючи на поширення евристичного способу прийняття рішень (метод проб і помилок, здогад тощо), ймовірність незадовільного результату угоди є доволі високою. На наш погляд, зниженню гостроти вказаної проблеми та упорядкування процесу сприятиме застосування еко-системного підходу до здійснення відповідних інвестицій та запровадження інструментарію контролінгу M&A.

По-друге, недосконалість теоретико-методичного забезпечення прийняття рішень щодо інвестицій у M&A призводить до хибних оцінок ефекту синергії та потенціалу приросту вартості. К. Гуглер, Д. Мюллер та Дж. Харфорд виокремлюють кілька концепцій, які пояснюють мотиви прийняття інвестиційних рішень [9; 10]. Відповідно до неокласичних постулатів менеджери мають максимізувати добробут акціонерів, а ринки капіталу є ефективними. Відтак, потенційна чиста додана вартість, створена в результаті M&A, є основним критерієм прийняття рішень. Р. Ролл як представник біхевіористичного напрямку (Hubris Hypothesis), однак, стверджує, що керівництво компанії має психологічні мотиви (психологічну упередженість і самовпевненість) щодо прийняття рішень про злиття та поглинання, особливо стосовно ціни й вартості придбання компанії [11]. Через надто оптимістичні очікування носіїв рішень щодо вартості таргет-підприємства запропонована покупцем ціна часто є вищою за ринкову. Подібні висновки випливають також із праць представників неоінституціонального напрямку (М. Дженсен і В. Меклінг, Й. Аміхуд і Б. Лев та ін. [12; 13]).

Таким чином, небезпека криється в хибних оцінках потенціалу приросту вартості, котрий відповідає різниці між максимально допустимою ціною придбання та фактично сплаченою, включно з реорганізаційною премією та накладними витратами, пов'язані з трансакцією. У разі помилкових оцінок потенційної вартості й максимально можливої реорганізаційної премії трансакція може зазнати невдачі. Наукова проблема полягає в з'ясуванні причин і мотивів помилкових рішень. За нашою гіпотезою, причинами хибних інвестиційних рішень можуть бути: а) самовпевненість особи чи групи осіб, які приймають рішення, та ігнорування результатів оцінки ефективності відповідних трансакцій; б) ігнорування потенціалу геополітичних ризиків, котрі здатні істотно зменшити чисту додану вартість за результатами M&A; в) дефіцити в методичному, інформаційному та організаційному забезпеченні трансакцій, що може бути пов'язано з відсутністю ефективної системи фінансового контролінгу M&A.

По-третє, наявна недооцінка впливу геополітичних ризиків на ефективність угод M&A та на їхню динаміку. Результати попередніх досліджень щодо цього є контрверсійними: засвідчують як прямий, так і зворотний або нейтральний вплив на готовність інвесторів до вкладення капіталу. З одного боку, геополітичні кризи можуть призвести до зростання джерел фінансування M&A, що збільшить ціну трансакцій. З другого – високі ризики знецінюють актив, що може підвищити його привабливість для інвесторів. Так, Б. Грінвалд, Дж. Стігліц і Н. Блум вказують на те, що за невизначеного ризикового середовища витрати на капітал зростають. Це спонукає інвесторів до відкладення реалізації стратегій розширення [14; 15]. К. Ванг та ін. зазначають, що в довгостроковій перспективі геополітичний ризик негативно впливає на рівень корпоративних інвестицій [16]. Водночас потенційний ефект синергії та суб'єктивні мотиви носіїв рішень (наприклад, управлінський мотив побудови імперії (Р. Дюкін і Б. Шмідт)) можуть мати

вирішальний вплив на прийняття рішення навіть в умовах підвищених ризиків [17]. За Д. Швайгером та П. Вері, існують чотири джерела синергії: ринкова влада, витрати, доходи й нематеріальні активи [18]. А. Горбенко та А. Маленко довели, що підприємства з високими операційними витратами теж є привабливими для покупців [19]. Пояснення полягає в тому, що останні шукають неефективні компанії (з відповідною низькою ринковою ціною), оскільки потенціал для синергії в них є вищим. За високих геополітичних ризиків стимули до зростання та отримання аномальних доходів покупцем спонукають його до M&A. С. Рао, С. Койрала у своїй роботі на емпіричних даних підтверджують наявний позитивний ефект від зростання геополітичної нестабільності на кількість угод M&A, проте їхня вартість знижується [20]. За геополітичної нестабільності, важливим чинником, який впливає на рішення, є безпека. Професор В. Гляйснер наголошує, що інвестиції у безпеку надають результат у довгостроковій перспективі [21]. Це пропонує компаніям як можливості, так і загрози через широкий спектр геополітичних ризиків та ймовірних конфліктів. У контексті безпеки Ч. Цао, С. Лі, Г. Лю з'ясували, що наявність альянсів у регіоні (наприклад, НАТО) справляє потужний позитивний вплив на транскордонні M&A [22]. А. Беван стверджує, що геополітичний ризик не впливає на закордонні інвестиції фірм [23]. Дослідження також показують, що закордонні інвестиції китайських компаній, як правило, здійснюються в країнах з вищим геополітичним ризиком для інвесторів. Р. Сковорода та інші вчені, використовуючи інформацію щодо 250 американських компаній у нафтогазовій сфері з 2007 по 2013 р., виявили, що геополітична нестабільність і приватні інвестиції в цю індустрію мають позитивну кореляцію [24]. Геополітичний ризик визнається навіть вигідним для закордонних інвестицій компаній, а такі фактори, як корупція та зміна режиму в країнах інвестування надають фірмам можливість отримати конкурентні переваги в таких країнах. І. Колстад та А. Віг припускають, що країни з високим геополітичним ризиком є сприятливими для припливу китайського капіталу [25]. А. Хіменес доводить, що корупція в приймаючих країнах сприятлива для залучення іноземного капіталу [26]. Відтак, гіпотеза щодо впливу геополітичних ризиків на динаміку ринку M&A потребує подальшого тестування. Це є одним із завдань пропонованого дослідження.

Змістовний аналіз наукових джерел за темою M&A засвідчив брак досліджень ролі фінансового контролінгу як цілісної системи, спрямованої на координацію та підтримку прийняття відповідних інвестиційних рішень. Окрім того, недостатньо висвітленим є питання дью-ділідженсу як технології, покликаної забезпечити незалежну оцінку ризиків, пов'язаних з M&A та іншими інвестиційними рішеннями. Заповненню цих прогалів, а також вирішенню сформульованих вище проблем присвячено пропоноване дослідження.

Мета дослідження – визначення характеру впливу геополітичних ризиків і біхевіористичних чинників на прийняття інвестиційних рішень і об-

ґрунтування концепції фінансового контролінгу M&A, спрямованої на координацію та підтримку рішень щодо злиття і поглинання в умовах геополітичної невизначеності.

Методи дослідження. Обмежена кількість попередніх досліджень процесів прийняття інвестиційних рішень під час загострення геополітичних ризиків та криз зумовила використання змішаного методичного підходу (Mixed Methods Research), у рамках якого на базі індуктивних спостережень формулюються гіпотези, котрі потім дедуктивно тестуються. За результатами тестування буде обґрунтовано пропозиції щодо вдосконалення підтримки інвестиційних рішень стосовно M&A як напряму корпоративних фінансів. У процесі дослідження використано кількісні та якісні методи, зокрема: контент-аналіз у рамках змістовної оцінки текстових даних фінансових звітів, прес-релізів, новин щодо M&A й геополітичних ризиків; абстрактно-логічний і метод синтезу для розроблення концепції контролінгу процесу злиття та поглинання компаній і алгоритмізації з метою формування порядку проведення угод. Регресійно-кореляційний аналіз використано для визначення рівня впливу факторів на динаміку ринку M&A. Для з'ясування факторів, які впливають на прийняття інвестиційних рішень, було застосований метод онлайн-опитування (CAWI – Computer Assisted Web Interviewing) щодо бази респондентів, котрі є експертами у сфері M&A. Інформаційну базу дослідження сформовано на основі баз даних Orsid M&A, M&A Radar KPMG.

Результати дослідження. Відповідно до постулатів класичної і неокласичної теорії на інвестиційні рішення впливають усі типи ризиків. Відтак, на глобальному ринку капіталів активність у сфері злиттів та поглинань має бути чутливою до геополітичної ситуації. Однак, як слушно зазначає В. Гляйснер, через брак стратегічного управління ризиками, загрози геополітичної нестабільності були здебільшого проігноровані на державному рівні, а також багатьма компаніями. Це стосується також ризику майбутньої валютної кризи через високі борги та зростання процентних ставок [21].

На основі аналізу емпіричної інформації щодо кількості та вартості трансакцій M&A, факторів, котрі на них впливають, з використанням змішаного методичного підходу спробуємо виявити й узагальнити певні закономірності у прийнятті відповідних рішень. Припущення щодо суттєвого впливу геополітичних ризиків на динаміку ринку M&A (тобто на прийняття рішень) ми перевіримо з допомогою альтернативної гіпотези (H1). Нульова гіпотеза (H0) полягає у відсутності такого впливу.

Часові рамки дослідження охоплюють період 2014–2023 рр. За цей час на інвестиційні рішення впливали численні геополітичні чинники. Виокремимо три ключових шоки, які мали глобальні наслідки: пандемія COVID-19, збройна агресія росії та численні збої у ланцюгах постачання. Як індикатор геополітичних ризиків взято індекс WUI (World Uncertainty Index). Індекс розраховується Національним бюро економічних досліджень (National Bureau of Economic Research, NBER) щокварталу для 143 країн. Він

враховує частоту появи слова “невизначеність” у кварталних звітах EIU (Economist Intelligence Unit). Історично індекс показав свою чутливість до геополітичних ризиків, наприклад війна у Перській затоці, Brexit, пандемія COVID-19 тощо [27].

На рис. 1 наведено динаміку кількості та вартості угод M&A за аналізований період. Як бачимо, спостерігається певна закономірність: із загостренням пандемії динаміка числа трансакцій має тенденцію до падіння. Після певної стабілізації, пов’язаної зі зменшенням інтенсивності впливу COVID-чинників, із посиленням воєнних ризиків, пов’язаних із повномасштабним російським вторгненням, знову спостерігається тенденція до згортання ринку. Наукове завдання полягає в тому, щоб з’ясувати, чи зазначені коливання є наслідком урахування носіями рішень геополітичних ризиків, чи вони зумовлені іншими, у т. ч. випадковими, факторами. У подальшому, з використанням контент-аналізу та регресійно-кореляційного аналізу, з’ясуємо значущість впливу відповідних ризиків.

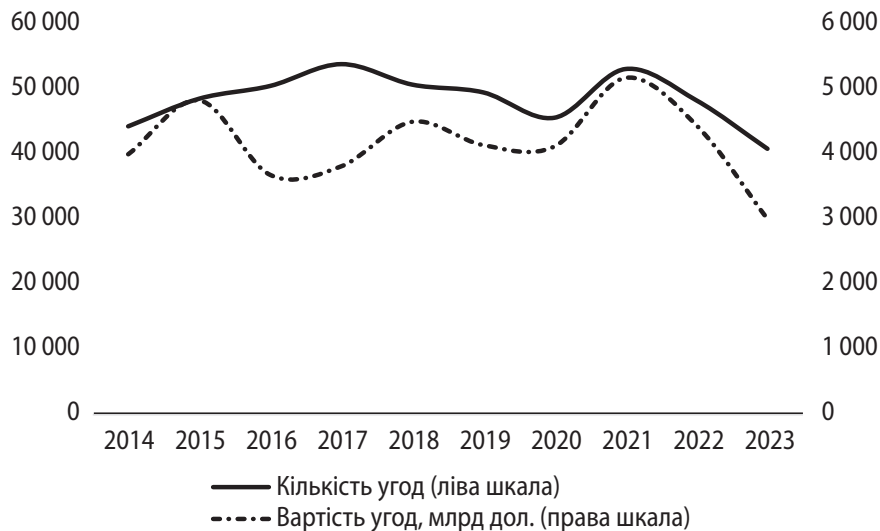


Рис. 1. Динаміка глобального ринку M&A (кількість та вартість угод) у 2014–2023 рр.

Побудовано за: [28; 29].

Контент-аналіз інформації щодо угод M&A виявив готовність інвесторів вкладати кошти, проте в межах визначеного ліміту. Основними чинниками, котрі впливають на активність інвесторів на глобальному ринку, є зростання процентних ставок, що призводить до подорожчання фінансових ресурсів необхідних для проведення трансакцій, підвищення рівня інфляції, геополітична й економічна нестабільність, що унеможливорює формування прогнозів результативності трансакцій.

Структурний аналіз виявив залежність динаміки угод від сектору економіки (рис. 2). Сфера послуг, машинобудування та індустрія споживчих товарів цікавлять інвесторів найбільше і, відповідно, займають перші позиції за кількістю протягом аналізованого періоду. За загальною вартістю

угод, крім сфери послуг та машинобудування, виокремимо хімічну промисловість, навіть попри те, що з 2019 р. сукупна вартість угод у ній значно зменшилася.

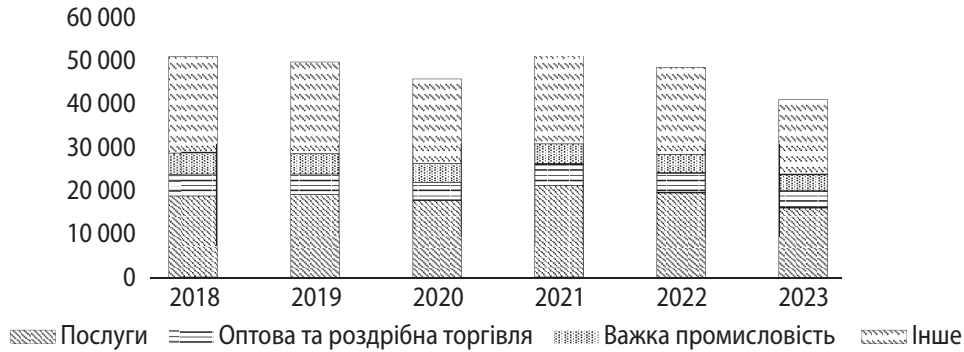


Рис. 2. Динаміка ринку М&А в розрізі ключових секторів у 2018–2023 рр.

Побудовано за: [28].

Для забезпечення цілісності дослідження, розглянемо також локальний ринок злиття та поглинання в Україні (рис. 3). Після початку повномасштабних воєнних дій спостерігаємо його згортання: у 2022 р. кількість угод скоротилася на 62 %, а їхня вартість знизилася до 75 %. Причина зниженої активності на ринку полягає у високому рівні невизначеності для інвесторів в умовах війни і відкладення угод в очікуванні кращих післявоєнних цін. Проте вже у 2023 р. кількість транзакцій зростає до 47 оголошених угод, а їхня вартість оцінюють в 1,2 млрд дол. США. Вартість операцій М&А перевищила рівень 2020 року і більше ніж удвічі 2022 р. Лише за 60 % транзакцій було розкрито вартість угоди, що свідчить про низьку їх прозорість.



Рис. 3. Кількість і вартість угод злиття та поглинання в Україні у 2018–2023 рр.

Побудовано за: [30].

В Україні у 2023 р. відбулося лише три трансакції, які перевищують 100 млн дол., що підтверджує небажання інвесторів робити інвестиції понад встановлений ліміт. Лідерами на ринку у 2023 р. були компанії у сферах телекомунікацій, ІТ, логістики та комерційної нерухомості. До визначальних подій, котрі характеризують активність компаній на ринку, можна віднести:

- вихід окремих міжнародних компаній з України (наприклад, продаж Lifecell);
- придбання українськими інвесторами міжнародних компаній з метою диверсифікації ризиків та підвищення стабільності бізнесу в цілому, зокрема через купівлю логістичної інфраструктури (наприклад, купівля Kernel припортової інфраструктури в порту Рені);
- активність локальних інвесторів усередині України, зокрема через неможливість виведення дивідендів унаслідок обмежень, запроваджених Національним банком України (НБУ) під час воєнного стану.

Зацікавленість інвесторів в повоєнному інвестуванні в країну на сучасному етапі не зумовляє значного збільшення інвестицій. Проте наявність угод нині дає можливість зберегти інфраструктуру ринку та є позитивним сигналом для інвесторів, що потенційно готові до роботи в Україні. Загалом на локальному рівні спостерігаються відчутніша реакція на геополітичні виклики, а також швидша адаптація бізнес-середовища до воєнного стану й відповідних ризиків.

Для з'ясування причин волатильності глобального ринку M&A ідентифікуємо можливі ключові фактори впливу. У науково-практичних джерелах (С. Адра, С. Комленович, А. Мамун, Р. Накамура, С. Наяк) здебільшого згадуються такі фактори: рівень зростання глобального ВВП, динаміка процентних ставок, зміни вартості біржових індексів, цін на енергоносії. Відповідно до мети дослідження в рамках регресійного аналізу зазначені фактори доповнимо змінною, котра характеризує геополітичні ризики [31–34]. Для цього скористаємося індексом WUI.

З огляду на викладене перевіримо чутливість ринку M&A в розрізі кількості угод (Yq) та їхньої вартості (Yv) до впливу визначених факторів на основі побудови множинних регресій з використанням пакета “аналіз даних” MS Excel. У таблиці наведено вхідні дані для регресійного аналізу. Крім історичних даних щодо динаміки залежних змінних (Yq та Yv), у процесі аналізу використано такі предиктори: $X1$ – темп зростання глобального ВВП; $X2$ – рівень процентної ставки Федеральної резервної системи; $X3$ – індекс WUI; $X4$ – індекс MSCI ACWI; $X5$ – середньорічна ціна нафти марки Brent (дол. США за барель).

За результатами регресійного аналізу сформовано дві моделі, які дають змогу зробити висновки щодо впливу визначених предикторів на динаміку M&A:

$$Yq = 46\,574 + 1475 * x1 - 998 * x2 + 0.2 * x3 - 32 * x4 - 98 * x5;$$

$$Yv = 3539 + 124 * x1 - 243 * x2 + 0.03 * x3 - 11 * x4 + 0.96 * x5.$$

Таблиця. Вхідні дані для аналізу чутливості ринку M&A до ключових факторів впливу

Рік	Yq	Yv	X1	X2	X3	X4	X5
2014	43 847	3 960	3,5	0,1	17 771	4,7	99
2015	48 052	4 779	3,4	0,1	23 749	-1,8	52
2016	49 991	3 646	3,2	0,4	25 888	8,5	48
2017	53 302	3 777	3,8	1,0	22 787	24,6	54
2018	50 186	4 454	3,6	1,8	23 607	-8,9	71
2019	49 002	4 099	2,8	2,2	40 649	27,3	64
2020	45 151	4 078	-2,8	0,4	33 604	16,8	42
2021	52 558	5 121	6,3	0,1	17 818	19,0	71
2022	47 800	4 402	3,5	1,7	26 701	-18,0	101
2023	40 436	2 977	3,0	5,0	22 916	22,8	83

Складено за: [28; 29; 35–38].

Для обох моделей коефіцієнт детермінації (R^2) є достатньо високим: для моделі вартості угод $R^2 = 0,65$, для кількості $R^2 = 0,74$. Це означає, що розрахункові параметри моделей на 65 та 74 % відповідно пояснюють залежність між досліджуваними параметрами. Результати регресійного аналізу використаємо з метою тестування сформульованої вище нульової гіпотези (H_0): індекс WUI не має суттєвого впливу на динаміку ринку M&A. Для цього скористаємося критерієм P-value, котрий показує ймовірність того, що нульова гіпотеза справджується. P-value для індексу WUI перебуває на рівні вище 0,05 для моделей вартості угод (0,48) та кількості угод (0,34). Відтак, ефект впливу відповідного предиктора є статистично незначущим. Отже, ми не можемо виключати відсутність зв'язку між геополітичними ризиками і динамікою глобального ринку M&A. Крім того, рівень кореляційного зв'язку між індексом WUI та залежними змінними Yq та Yv теж є неістотними: $-0,038$ та $-0,128$ відповідно. Таким чином, дослідження засвідчує статистично незначний ефект впливу геополітичних ризиків на інвестиційні рішення щодо M&A. Ми пояснюємо ці результати такими обставинами:

- 1) неврахування геополітичних ризиків у процесі кількісного інвестиційного аналізу, що спричинено недоліками діючих методик рейтингування й оцінки вартості компаній;
- 2) ігнорування носіями інвестиційних рішень рекомендацій фінансових аналітиків, котрі ґрунтуються на кількісних та якісних оцінках ризиків;
- 3) можливими недоліками в кількісних оцінках геополітичних ризиків, зокрема індексу WUI.

Недоліки діючих методик оцінки інвестиційної привабливості в частині недостатності урахування геополітичних ризиків є суттєвою аналітичною проблемою, яка потребує окремого дослідження. Ми фокусуємо увагу на біхевіористичній складовій інвестиційних рішень, яка пов'язана з еврис-

тичними помилками та когнітивними упередженнями носіїв рішень. Суб'єктивні фактори, котрими керується носій рішень, доволі часто знецінюють результати об'єктивної аналітики. Місце та роль особистих якостей відповідальних за прийняття рішень індивідів досліджено у працях А. Кінда та Т. Твардовські [39], Дж. Дукаса та Д. Петмезас [40], М. Золло [41]. Автори виявили істотний негативний вплив суб'єктивних рішень на результативність угод щодо злиття та поглинання компаній. Так, А. Кінд та Т. Твардовські на підставі емпіричного аналізу вибірки з 468 публічних транзакцій у період 2009–2013 рр. показали, що надмірна самовпевненість правління негативно впливає на чисту додану вартість після оголошень про злиття і позитивно – на величину премії за поглинання (показник – готовність переплачувати) [39]. Можна припустити, що в основі такої квазіраціональної поведінки перебувають біхевіористичні чинники, за яких ігноруються результати незалежних кількісних та якісних оцінок інвестиційних рішень.

Для перевірки припущення щодо формалізму в сприйнятті результатів фінансової та інвестиційної аналітики з боку носіїв інвестиційних рішень та переважання біхевіористичних чинників впливу на рішення нами проведено анонімне опитування бази респондентів, компетентних у питаннях М&А. Під час опитування використовувалися google-форми. У рамках цього емпіричного дослідження було підготовлено два опитувальники: 1) для фахівців, котрі працюють як консультанти/аналітики; 2) для носіїв інвестиційних рішень. Опитувальники структуровані за такими блоками питань:

- що характеризують експерта (вік, посада в компанії, індустрія);
- стосовно ключових цілей, кількісних та якісних критеріїв прийняття інвестиційних рішень;
- щодо впливу суб'єктивних факторів на прийняття рішення, можливого ключового впливу однієї особи, відмінності прийняття рішень, котрі суперечать рекомендаціям аналітиків;
- про вплив війни (як геополітичного чинника) на інвестиційний процес;
- пропозиції респондентів щодо ймовірних напрямів покращання, які мають бути здійснені задля підвищення ефективності процесу.

Для зниження ризику неправдивих відповідей щодо окремих пунктів анкетного дослідження було включено короткі запитання для перевірки. Порівняння наданих респондентами відповідей на “парні” запитання дало можливість з'ясувати їхню правдивість і неупередженість. Посилання на опитування було надіслано 157 особам, котрі обіймають посади на позиціях, дотичних до процесу прийняття інвестиційних рішень (аналітиків, консультантів, фінансових, інвестиційних керівників та директорів компаній). Відгуки отримано від 41 респондента, у т. ч. 20 анкет від носіїв рішень та 21 від аналітиків/консультантів. У опитуванні також брали участь експерти, які представляють реальний сектор економіки. Серед респондентів, котрі ідентифікували себе як носії інвестиційних рішень, 35 % займали позиції директорів підприємств, 55 % – інвестиційного директора, директора зі стратегічних питань, керівника підрозділів зі злиття та поглинання, 10 % – фінансового директора.

У контексті заявлених цілей дослідження ключове запитання анкетування було сформульовано в такому вигляді: “Чи мають суб’єктивні фактори вирішальний вплив на прийняття інвестиційних рішень?”. За результатами опитування, 80 % носіїв рішень та 86 % аналітиків/консультантів надали на нього ствердну відповідь. Ці результати пояснюють також відповіді на запитання “Як часто прийняті рішення відрізняються від наданих експертами та аналітиками рекомендацій?” (рис. 4) і “Як часто консультанти та аналітики формують фінальні результати свого аналізу під вже відоме рішення (формально ще не прийняте)?” (рис. 5). Згідно з результатами опитування, 47 % носіїв рішень та 52 % аналітиків/консультантів вказали на те, що фінальні рішення “часто”, “дуже часто” або “завжди” відрізняються від рекомендацій аналітиків (див. рис. 4). На осі абсцис наведено градацію варіантів відповідей, наданих респондентами: від 1 (ніколи) до 5 (завжди).

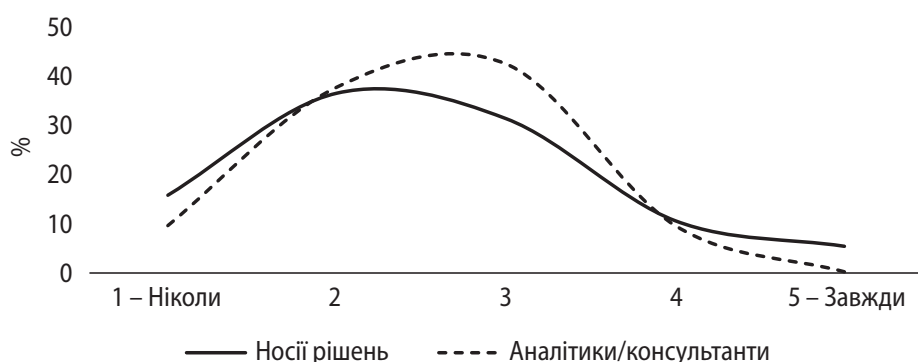


Рис. 4. Результати опитувань щодо відмінності остаточних інвестиційних рішень від експертних рекомендацій

Побудовано авторами за результатами власних емпіричних досліджень.

Отримані результати підтверджують наше припущення щодо надмірного впливу на прийняття інвестиційних рішень (зокрема щодо злиття та поглинання) суб’єктивних, біхевіористичних чинників.

Оцінка відповідей на запитання “Як часто консультанти та аналітики формують фінальні результати свого аналізу під заздалегідь визначене рішення?” (див. рис. 5) показала високий рівень адаптивності результатів аналізу: близько 90 % носіїв рішень та 75 % аналітиків/консультантів надали відповідь “часто”, “дуже часто” або “завжди”. На осі абсцис представлено градацію варіантів відповідей, наданих респондентами: від 1 (ніколи) до 5 (завжди).

Результати опитування підтвердили ще одну, сформульовану вище гіпотезу щодо необхідності запровадження цілісної моделі фінансового контролю M&A як окремого, специфічного напрямку. Так, визначальними умовами підвищення ефективності угод аналітики/консультанти назвали покращання планування інтеграційного етапу (30 %), підвищення якості аналізу результатів уже реалізованих досліджень (22 %) і посилення внутрішніх контролів у процесі інвестиційної діяльності (11 %). Носіїв рішень підкреслили необхідність формування чіткої методики прийняття інвестиційних рі-

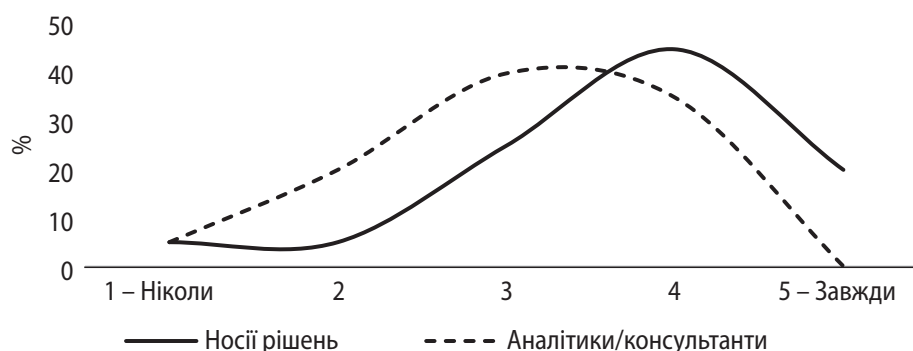


Рис. 5. Результати опитування щодо адаптування результатів інвестиційних оцінок під задалегідь визначені результати

Побудовано авторами за результатами власних емпіричних досліджень.

шень (21 %), поліпшення планування інтеграційного етапу (19 %), підвищення якості інвестиційного аналізу (17 %). Наголосимо, що питання координації та планування процесу M&A, контролю за його здійсненням, методичного, аналітичного й інформаційного забезпечення прийняття рішень належать до компетенції фінансового контролінгу. Визначені експертами напрями підвищення ефективності угод пов'язані саме з імплементацією інструментарію контролінгу. У загальному вигляді завданнями контролінгу злиття та поглинання сформулюємо таким чином:

- координація процесу злиття та поглинання (як на стратегічному, так і на операційному рівнях);
- інформаційне та методичне забезпечення рішень щодо угод M&A;
- оцінка ризиків, контроль та моніторинг процесу здійсненої угоди.

З огляду на особливості транзакцій M&A, їхню відмінність від інших потенційних напрямів інвестування, а також експертні думки, отримані в результаті опитування, сформульовані вище завдання пропонуємо концепцію фінансового контролінгу M&A, ключові елементи котрої наведено на рис. 6.

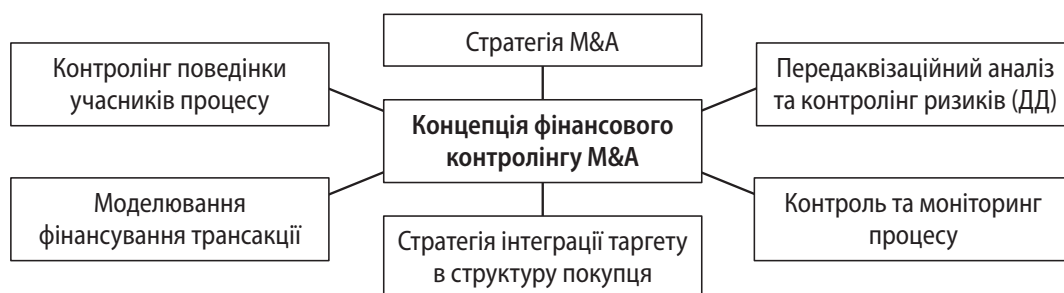


Рис. 6. Концепція фінансового контролінгу M&A

Побудовано авторами.

Особливістю концепції є те, що окремі завдання контролінгу можуть здійснюватися самостійно покупцем або незалежними консалтинговими компаніями на умовах аутсорсингу. Йдеться насамперед про оцінку ризиків транзакції в рамках дью-ділідженс чи оцінку вартості таргету.

Окреслена концепція узгоджується з екосистемним підходом до організації процесу злиття та поглинання, який реалізує потреби всіх зацікавлених сторін угоди. Підхід передбачає розгляд об'єкта аналізу як частини екосистеми, що складається з її учасників, зв'язків та впливів між ними, їхніх інтересів, правил і підходів до взаємодії тощо. Дж. Мур охарактеризував економічну екосистему як сукупність споживачів та виробників, що є взаємопов'язаними й взаємодоповнюють одне одного [42]. Застосування екосистемного підходу є виправданим у процесі аналізу таргет-компанії, потенційних ефектів від злиття чи поглинання для таргету та покупця, а також у контексті реалізації завдань фінансового контролінгу. Визначимо основні елементи концепції фінансового контролінгу M&A детальніше.

Формулювання стратегії угоди злиття та поглинання. Ключові завдання: визначення цілей угоди; формулювання критеріїв вибору потенційного таргету; укладення договору з інвестиційними банкірами / консультантами та юристами, котрі будуть супроводжувати угоду, розроблення фінансової стратегії. Інструменти контролінгу: SWOT-аналіз, бенчмаркінг, PESTLE-аналіз, аналіз конкурентних переваг за М. Портером, аналіз стратегічного позиціонування, фінансовий та інвестиційний аналіз.

Передаквізаційний аналіз та контролінг ризиків трансакції. Ключові завдання: організація фінансового, податкового, юридичного, комерційного та інших видів дью-ділідженсу (здійснюється внутрішніми службами фінансового контролінгу або незалежними експертами чи консультантами); уточнення фінансової стратегії; початок розроблення інтеграційної стратегії. Інструменти: SWOT-аналіз, бенчмаркінг, PESTLE-аналіз, аналіз конкурентних переваг за М. Портером, Shelton's Strategic Fit Matrix, Cultural fit analyses, фінансовий аналіз, план/факт-аналіз бюджетів за минулі періоди, YTG-аналіз, аналіз адекватності прогнозів таргету, аналіз документів, проведення інтерв'ю з менеджментом та співробітниками таргету. З огляду на високий рівень невизначеності й ризику, притаманні проектам злиття та поглинання, необхідне використання інструментів контролінгу ризиків, до яких, зокрема, належать аналіз сценаріїв, метод аналогій, метод Монте-Карло та ін.

Контролінг поведінки учасників процесу. Завдання: координація діяльності учасників фінансових відносин та попередження опортуністичної поведінки агентів, відповідальних за прийняття рішень. Методи: схеми мотивації (groves, profit-sharing), контроль, ключові показники ефективності (key performance indicators, KPIs) тощо.

Моделювання фінансування трансакції. Завдання: визначення оптимальної моделі фінансування угоди M&A. Серед поширених схем фінансування M&A (власні кошти інвестора, IPO, LBO, MBO) потрібно обрати комбінацію, яка забезпечить максимальний ефект з урахуванням витрат на капітал. Методи: SWOT-аналіз моделей фінансування, оцінка витрат на капітал, оцінка ефективності інвестицій.

Методичне та організаційне забезпечення стратегії інтеграції таргету в структуру покупця. Завдання: уточнення та реалізація стратегії ін-

теграції компаній. Передбачає впровадження та розрахунок KPIs для нової компанії з метою відстеження, результатів необхідних для аналізу виконання вимог згідно з ДКП, упровадження й розрахунок показників для відстеження реалізації синергії, синхронізацію та оптимізацію управління робочого капіталу, інтеграцію фінансових IT-систем, гармонізація фінансових контролів, системи оплати праці, фінансових політик.

Контроль та моніторинг процесу. Ключові завдання: оцінка результатів роботи компанії; у разі порушення умов ДКП або відсутності очікуваних і зафіксованих у ньому результатів діяльності компанії – отримання компенсації від продавця (за наявності відповідних умов у ДКП); у разі досягнення прописаних у ДКП результатів (за наявності такого пункту в договорі) виплата продавцю додаткової частини вартості компанії; проведення план/факт-аналізу результатів угоди; формулювання пояснень відхилень (за наявності); по можливості й необхідності коригування положення. Інструменти: план/факт-аналіз, аналіз відхилень, регресійний аналіз, експертний підхід, CF analyses, Graph theory, моніторинг KPIs.

Оскільки основним продуктом фінансового контролінгу є підготовка проектів фінансово-інвестиційних рішень на підставі узагальнення наявної фінансово-економічної інформації, його імплементація суттєво ускладнить прийняття необґрунтованих інвестиційних рішень, котрі продиктовані біхевіористичними чинниками.

Висновки. Геополітичні ризики та кризи стали істотним чинником, що потенційно впливає на фінансово-інвестиційні рішення. Военні дії, пандемії, кліматичні зміни, порушення ланцюгів постачання, соціальні потрясіння стали драйверами невизначеності й провокують непрогнозовану волатильність на глобальних ринках. Однак через складність кількісної оцінки відповідних ризиків, інертність носіїв рішень та фінансово-інвестиційних аналітиків геополітичні чинники доволі часто ігноруються у процесі прийняття інвестиційних рішень, зокрема під час здійснення M&A. Проведене дослідження дало змогу з'ясувати характер впливу геополітичних ризиків на динаміку ринку злиття та поглинання компаній. На основі результатів регресійно-кореляційного аналізу підтверджено гіпотезу щодо статистично незначного ефекту впливу геополітичних ризиків на інвестиційні рішення про M&A. Це є наслідком недоліків діючих методик рейтингування та оцінки вартості компаній, а також впливу суб'єктивної, біхевіористичної складової на прийняття інвестиційних рішень.

Для перевірки припущення щодо формалізму в сприйнятті результатів фінансової та інвестиційної аналітики з боку носіїв інвестиційних рішень і переважання біхевіористичних чинників впливу на рішення проведено опитування бази респондентів, котрі є компетентними у питаннях M&A. За результатами емпіричного аналізу встановлено чіткий вплив біхевіористичних чинників на прийняття інвестиційних рішень у цілому та рішень щодо злиття та поглинання зокрема. За результатами опитування, 80 % носіїв рішень та 86 % аналітиків/консультантів надали ствердну відповідь сто-

совно впливу суб'єктивного чинника. Крім того, 47 % носіїв рішень та 52 % аналітиків/консультантів вказали на те, що остаточні інвестиційні рішення відрізняються від рекомендацій аналітиків. Припущення щодо формалізму в процесі фінансово-інвестиційного аналізу підтвердили близько 90 % носіїв рішень та 75 % аналітиків/консультантів.

Наведені результати підводять до висновку про необхідність переосмислення традиційних інструментів підтримки фінансово-інвестиційних рішень та зміни їх філософії. Для вирішення проблеми неефективності інвестиційних рішень у сфері M&A уперше обґрунтовано концепцію фінансового контролінгу злиття та поглинання компаній, спрямовану на координацію, інформаційну, методичну й аналітичну підтримку відповідних рішень. Застосування цілісної системи фінансового контролінгу M&A дасть змогу зменшити вплив біхевіористичних чинників у процесі прийняття інвестиційних рішень, а також повніше охопити весь комплекс ризиків, у т. ч. геополітичних.

Подальші наукові розробки у сфері інвестиційних рішень щодо злиття та поглинання компаній, на наш погляд, мають бути сфокусовані на вдосконаленні методик визначення індексів, які характеризують геополітичні ризики, а також подальший розвиток теоретико-методичного забезпечення інтегрування геополітичних чинників у процесі управління ризиками та прийняття інвестиційних рішень.

Список використаних джерел

1. Christensen C. M., Alton R., Rising C., Waldeck A. The Big Idea: The New M&A Playbook. *Harvard Business Review*. 2011. March. URL: <https://hbr.org/2011/03/the-big-idea-the-new-ma-playbook>.
2. Farley J. B., Schwallie E. D. An approach toward successful acquisitions. *The Texas Business Executive*. 1982. Vol. 7. P. 32–40.
3. Kazemek E. A., Grauman D. M. Awareness of phases helps achieve successful mergers. *Healthcare Financial Management*. 1989. Vol. 43 (12). P. 82.
4. Picot G. Handbook of international mergers and acquisitions: preparation, implementation and integration. 2002. New York : Palgrave : Macmillan, 2002. 436 p.
5. Galpin T. J., Herdom M. The complete guide to mergers and acquisitions. San Francisco : Jossey-Bass Publishers. 2000. 249 p.
6. Gomes E., Angwing D. N., Weber Y., Tarba S. Y. Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance. *Thunderbird International Business Review*. 2013. Vol. 55, Iss. 1. P. 13–35. URL: <https://doi.org/10.1002/tie.21521>.
7. Parenteau S. R., Weston F. J. It's never too early to think integration. *Mergers and Acquisition*. 2003. Vol. 38. P. 17–23.
8. De Pamphilis D. M. Mergers, acquisitions, and other restructuring activities. Academic Press, 2007. 744 p.
9. Gugler K., Mueller D. C., Weichselbaumer M., Burcin Yurtoglu B. Market Optimism and Merger Waves. *Managerial and Decision Economics*. 2012. Vol. 33, Iss. 3. P. 159–175. URL: <https://doi.org/10.1002/mde.2542>.
10. Harford J. What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol. 77, Iss. 3. P. 529–560. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.004>.
11. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeover. *Journal of Business*. 1986. Vol. 59, No. 2, Pt. 1. P. 197–216. URL: <https://doi.org/10.1086/296325>.

12. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3, Iss. 4. P. 305–360. URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
13. Amihud Ya., Lev B. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *Bell Journal of Economics*. 1981. Vol. 12, No. 2. P. 605–617. URL: <https://doi.org/10.2307/3003575>.
14. Greenwald B. C., Stiglitz J. E. Macroeconomic models with equity and credit rationing. *NBER Working Papers Series*. 1990. No. 3533. URL: <https://doi.org/10.3386/w3533>.
15. Bloom N., Bond S., Van Reenen J. Uncertainty and investment dynamics. *The Review of Economic Studies*. 2007. Vol. 74, Iss. 2. P. 391–415. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2007.00426.x>.
16. Wang X., Wu Y., Xu W. Geopolitical Risk and Investment. *Journal of Money, Credit and Banking, Forthcoming*. 2019. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3305739>.
17. Duchin R., Schmidt B. Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. *Journal of Financial Economics*. 2013. Vol. 107, Iss. 1. P. 69–88. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.07.003>.
18. Schweiger D., Very P. Creating Value Through Merger. *Advances in Mergers and Acquisitions (Advances in Mergers and Acquisitions, Vol. 2)*. Leeds : Emerald Group Publishing Limited, 2003. P. 1–26. URL: [http://dx.doi.org/10.1016/S1479-361X\(03\)02002-7](http://dx.doi.org/10.1016/S1479-361X(03)02002-7).
19. Gorbenko A., Malenko A. Strategic and Financial Bidders in Takeover Auctions. USA: *The Journal of Finance*. 2014. Vol. 69, Iss. 6. P. 2513–2555. URL: <https://doi.org/10.1111/jofi.12194>.
20. Sandeep R., Santosh K., Sulaiman A., Shaen C. Geopolitical risk and M&A: The role of national governance institutions. *Economics Letters*. 2023. Vol. 225. 111062. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2023.111062>.
21. Gleißner W. Geopolitische Risiken: Gefährliche Einseitigkeit. 2023. URL: https://www.researchgate.net/publication/371788961_Geopolitische_Risiken_Gefahrliche_Einseitigkeit.
22. Cao Ch., Li X., Liu G. Does geopolitical risk matter for corporate investment decisions? Evidence from cross-border acquisitions. *Economics and Politics*. 2023. Vol. 35, Iss. 3. P. 665–695. URL: <https://doi.org/10.1111/ecpo.12240>.
23. Bevan A. A., Estrin S. The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of Comparative Economics*. 2004. Vol. 32, Iss. 4. P. 775–787. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jce.2004.08.006>.
24. Skovoroda R., Goldfinch S., Derouen K. J., Buck T. The Attraction of FDI to Conflicted States: The Counter-Intuitive Case of US Oil and Gas. *Management International Review*. 2019. Vol. 59 (2). P. 229–251. URL: <https://doi.org/10.1007/s11575-018-0374-y>.
25. Kolstad I., Wiig A. What determines Chinese outward FDI? *Journal of World Business*. 2012. Vol. 47, Iss. 1. P. 26–34. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2010.10.017>.
26. Jiménez A., Luis-Rico I., Benito-Osorio D. The influence of political risk on the scope of internationalization of regulated companies: Insights from a Spanish sample. *Journal of World Business*. 2014. Vol. 49, Iss. 3. P. 301–311. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2013.06.001>.
27. Data - World Uncertainty Index. URL: <https://worlduncertaintyindex.com/data/>.
28. Data – Orbis M&A. URL: <https://login.bvdinfo.com/R1/OrbisMA/>.
29. Value of M&A deals globally 1985-2023 / Statista. URL: <https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>.
30. M&A Radar 2023: Ukraine / KPMG. URL: <https://kpmg.com/ua/en/home/insights/2024/02/2023-ma-radar-ukraine.html>.
31. Nakamura R. To merge and acquire when times are good? The influence of macro factors on the Japanese M&A pattern. 2004. URL: <https://ideas.repec.org/p/hhs/eijswp/0197.html>.

32. Komlenovic S., Mamun A. Mishra D. Business cycle and aggregate industry mergers. *Journal of Economics and Finance*. 2009. Vol. 35 (3). P. 239–259. URL: <https://doi.org/10.1007/s12197-009-9098-y>.
33. Adra S., Barbopoulos L. G., Saunders A. The impact of monetary policy on M&A outcomes. *Journal of Corporate Finance*. 2020. Vol. 62. 101529. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101529>.
34. Nayak S. Investor Sentiment and Corporate Bond Yield Spreads. *Review of Behavioral Finance*. 2010. Vol. 2, Iss. 2. P. 59–80. URL: <https://doi.org/10.1108/19405979201000004>.
35. Brent crude oil price annually 1976-2024 / Statista. URL: <https://www.statista.com/statistics/262860/uk-brent-crude-oil-price-changes-since-1976/>.
36. Real GDP growth / International Monetary Fund. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPRPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO WORLD>.
37. Federal Funds Effective Rate. Federal Reserve Economic Data / FRED. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>.
38. Powering better investment decisions / MSCI. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/8d97d244-4685-4200-a24c-3e2942e3adeb>.
39. Twardawski T., Kind A. Board overconfidence in mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*. 2023. Vol. 165. 114026. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.114026>.
40. Doukas J. A., Petmezas D. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *European Financial Management*. 2008. Vol. 13, Iss. 3. P. 531–577. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00371.x>.
41. Zollo M. Superstitious learning with rare strategic decisions: Theory and evidence from corporate acquisitions. *Organization Science*. 2009. Vol. 20, No. 5. P. 894–908. URL: <https://doi.org/10.1287/orsc.1090.0459>.
42. Moore J. *The Death of Competition: Leadership and strategy in the age of business ecosystems*. New York : Harper Business, 1996. 320 p.

References

1. Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. (2011, March). *The Big Idea: The New M&A Playbook*. *Harvard Business Review*. Retrieved from <https://hbr.org/2011/03/the-big-idea-the-new-ma-playbook>.
2. Farley, J. B., & Schwallie, E. D. (1982). An approach toward successful acquisitions. *The Texas Business Executive*, 7, 32–40.
3. Kazemek, E. A., & Grauman, D. M. (1989). Awareness of phases helps achieve successful mergers. *Healthcare Financial Management*, 43 (12), 82.
4. Picot, G. (2002). *Handbook of international mergers and acquisitions: preparation, implementation and integration*. New York: Palgrave: Macmillan.
5. Galpin, T. J., & Herdom, M. (2000). *The complete guide to mergers and acquisitions*. San Francisco: Jossey-Bass Publishers.
6. Gomes, E., Angwing, D. N., Weber, Y., & Tarba, S. Y. Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre- and Post-M&A Connections for Improved Performance. *Thunderbird International Business Review*, 55 (1), 13–35. DOI: 10.1002/tie.21521.
7. Parenteau, S. R., & Weston, F. J. (2003). It's never too early to think integration. *Mergers and Acquisition*, 38, 17–23.
8. De Pamphilis, D. M. (2007). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. Academic Press.
9. Gugler, K., Mueller, D. C., Weichselbaumer, M., & Burcin Yurtoglu, B. (2012). Market Optimism and Merger Waves. *Managerial and Decision Economics*, 33 (3), 159–175. DOI: 10.1002/mde.2542.

10. Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 529–560. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.05.004.
11. Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeover. *Journal of Business*, 59 (2), (1), 197–216. DOI: 10.1086/296325.
12. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305–360. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.
13. Amihud, Ya., & Lev, B. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *Bell Journal of Economics*, 12 (2), 605–617. DOI: 10.2307/3003575.
14. Greenwald, B. C., & Stiglitz, J. E. (1990). Macroeconomic models with equity and credit rationing. *NBER Working Papers Series*, 3533. DOI: 10.3386/w3533.
15. Bloom, N., Bond, S., & Van Reenen, J. (2007). Uncertainty and investment dynamics. *The Review of Economic Studies*, 74 (2), 391–415. DOI: 10.1111/j.1467-937X.2007.00426.x.
16. Wang, X., Wu, Y., & Xu, W. (2019). *Geopolitical Risk and Investment*. *Journal of Money, Credit and Banking, Forthcoming*. DOI: 10.2139/ssrn.3305739.
17. Duchin, R., & Schmidt, B. (2013). Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 107 (1), 69–88. DOI: 10.1016/j.jfineco.2012.07.003.
18. Schweiger, D., & Very, P. (2003). Creating Value Through Merger. In *Advances in Mergers and Acquisitions (Advances in Mergers and Acquisitions, Vol. 2)*, pp. 1–26. Leeds: Emerald Group Publishing Limited. DOI: 10.1016/S1479-361X(03)02002-7.
19. Gorbenko, A., & Malenko, A. (2014). Strategic and Financial Bidders in Takeover Auctions. *USA: The Journal of Finance*, 69 (6), 2513–2555. DOI: 10.1111/jofi.12194.
20. Sandeep, R., Santosh, K., Sulaiman, A., & Shaen, C. Geopolitical risk and M&A: The role of national governance institutions. *Economics Letters*, 225, 111062. DOI: 10.1016/j.econlet.2023.111062.
21. Gleißner, W. (2023). *Geopolitische Risiken: Gefährliche Einseitigkeit*. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/371788961_Geopolitische_Risiken_Gefahrliche_Einseitigkeit.
22. Cao, Ch., Li, X., & Liu, G. (2023). Does geopolitical risk matter for corporate investment decisions? Evidence from cross-border acquisitions. *Economics and Politics*, 35 (3), 665–695. DOI: 10.1111/ecpo.12240.
23. Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 32 (4), 775–787. DOI: 10.1016/j.jce.2004.08.006.
24. Skovoroda, R., Goldfinch, S., Derouen, K. J., & Buck, T. (2019). The Attraction of FDI to Conflicted States: The Counter-Intuitive Case of US Oil and Gas. *Management International Review*, 59 (2), 229–251. DOI: 10.1007/s11575-018-0374-y.
25. Kolstad, I., & Wiig, A. (2012). What determines Chinese outward FDI? *Journal of World Business*, 47 (1), 26–34. DOI: 10.1016/j.jwb.2010.10.017.
26. Jiménez, A., Luis-Rico, I., & Benito-Osorio, D. (2014). The influence of political risk on the scope of internationalization of regulated companies: Insights from a Spanish sample. *Journal of World Business*, 49 (3), 301–311. DOI: 10.1016/j.jwb.2013.06.001.
27. Data - World Uncertainty Index. (n. d.). Retrieved from <https://worlduncertaintyindex.com/data/>.
28. Data – Orbis M&A. (n. d.). Retrieved from <https://login.bvdinfo.com/R1/OrbisMA/>.
29. Statista. (2024). *Value of M&A deals globally 1985-2023*. Retrieved from <https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>.
30. KPMG. (2024). *M&A Radar 2023: Ukraine*. Retrieved from <https://kpmg.com/ua/en/home/insights/2024/02/2023-ma-radar-ukraine.html>.
31. Nakamura, R. (2004). *To merge and acquire when times are good? The influence of macro factors on the Japanese M&A pattern*. Retrieved from <https://ideas.repec.org/p/hhs/eijswp/0197.html>.

32. Komlenovic, S., Mamun, A. & Mishra, D. (2009). Business cycle and aggregate industry mergers. *Journal of Economics and Finance*, 35 (3), 239–259. DOI: 10.1007/s12197-009-9098-y.
33. Adra, S., Barbopoulos, L. G., & Saunders, A. (2020). The impact of monetary policy on M&A outcomes. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101529. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2019.101529.
34. Nayak, S. (2010). Investor Sentiment and Corporate Bond Yield Spreads. *Review of Behavioral Finance*, 2 (2), 59–80. DOI: 10.1108/19405979201000004.
35. Statista. (2024). *Brent crude oil price annually 1976-2024*. Retrieved from <https://www.statista.com/statistics/262860/uk-brent-crude-oil-price-changes-since-1976/>.
36. International Monetary Fund. (n. d.). *Real GDP growth*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/datamapper/NGDPRPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD>.
37. FRED. (n. d.). *Federal Funds Effective Rate*. *Federal Reserve Economic Data*. Retrieved from <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>.
38. MSCI. (n. d.). *Powering better investment decisions*. Retrieved from <https://www.msci.com/documents/10199/8d97d244-4685-4200-a24c-3e2942e3adeb>.
39. Twardawski, T., & Kind, A. (2023). Board overconfidence in mergers and acquisitions. *Journal of Business Research*, 165, 114026. DOI: 10.1016/j.jbusres.2023.114026.
40. Doukas, J. A., & Petmezas, D. (2008). Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *European Financial Management*, 13 (3), 531–577. DOI: 10.1111/j.1468-036X.2007.00371.x.
41. Zollo, M. (2009). Superstitious learning with rare strategic decisions: Theory and evidence from corporate acquisitions. *Organization Science*, 20 (5), 894–908. DOI: 10.1287/orsc.1090.0459.
42. Moore, J. (1996). *The Death of Competition: Leadership and strategy in the age of business ecosystems*. New York: Harper Business.