

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова
Факультет міжнародних відносин, політології та соціології
Кафедра світового господарства і міжнародних економічних відносин

ДИПЛОМНА РОБОТА

на здобуття ступеня вищої освіти «бакалавр»

на тему: «Злиття та поглинання, як чинник розвитку країн

Азіатсько-Тихоокеанського регіону »

«Mergers and acquisitions as a factor of Asia-Pacific region development»

Виконала: студентка денної форми навчання
спеціальності 292 «Міжнародні економічні відносини»
Подольн Злата Сергіївна

Науковий керівник: к.е.н., доц. Родіонова Т.А. _____
Рецензент: к.е.н., доц. Матюк Т.В.

Рекомендовано до захисту:
Протокол засідання кафедри
№ 10 від 02.06.2021 р.

Захищено на засіданні ЕК №
протокол №__ від __ 06. 2021р.
Оцінка _____ / _____ / _____

Завідувач кафедри

Голова ЕК

_____ Якубовський С.О.

_____ Якубовський С.О.

Одеса – 2021

ЗМІСТ

стр.

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ	6
1.1. Теоретичні підходи аналізу процесів злиття та поглинання у світовій економіці	6
1.2. Методика оцінки ефективності транскордонних злиття та поглинань	12
РОЗДІЛ 2. СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ РИНКУ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАНЬ В КРАЇНАХ АЗІАТСЬКО-ТИХОООКЕАНСЬКОГО РЕГІОНУ	17
2.1. Структура та динаміка транскордонних процесів злиття та поглинання	17
2.2. Особливості операцій злиття та поглинання на внутрішніх ринках країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону	21
РОЗДІЛ 3. ОЦІНКА НАСЛІДКІВ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ АЗІАТСЬКО-ТИХОООКЕАНСЬКОГО РЕГІОНУ	26
3.1. Порівняльний аналіз фінансових показників суб'єктів операцій злиття та поглинання до та після їх проведення	26
3.2. Ринок злиття та поглинань в Україні	40
ВИСНОВКИ	43
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	50

ВСТУП

Актуальність роботи. Злиття і поглинання розуміються як загальносвітовий тренд, пов'язаний з глобальною корпоративною реструктуризацією в різних галузях, що є важливою частиною будь-якого економічного циклу. Політика злиття та поглинань є формою корпоративної стратегії інвестування, одним із механізмів, які використовують компанії для досягнення максимальної конкурентоздатності на ринку, досягнення більш високих показників ефективності та синергетичних вигод, що, у свою чергу, позитивно впливає на економічне зростання.

Стратегічні мотиви для укладення угод М&А пов'язані зі швидким зростанням і з відкриттям доступу до нематеріальних активів, а саме до людського, структурного і клієнтського капіталу. Важливу роль при цьому мають транскордонні злиття і поглинання, які стають перспективною формою виходу компаній на зарубіжні ринки та сприяють інтеграції національної економіки у світове господарство. Ця інтеграція відбувається шляхом вливання капіталу і впровадження нових технологій в результаті повного або часткового придбання однієї компанії іншою.

Незаперечним є той факт, що піки угоди приходять на періоди суттєвих економічних перебудов, так як ринок пропонує суб'єктам можливості придбання активів на більш вигідних умовах. Тому інтерес до вивчення проблеми укладання М&А у 2019-2020 роках суттєво зростав. У дипломній роботі розглянута роль злиттів і поглинань в результаті змін макроекономічних умов, пов'язаних із світовою пандемією COVID-19 у Азіатсько-Тихоокеанському регіоні.

Азіатсько-Тихоокеанський регіон охоплює країни з різним рівнем економічного розвитку, різними культурними і соціально-політичними системами, але загальною характерною особливістю є провідна роль транснаціональних корпорацій, які створюють основу для міждержавного співробітництва.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Процесу злиття та поглинань приділено багато уваги серед вітчизняних та іноземних науковців. Окремі аспекти зазначеної теми представлені в роботах багатьох зарубіжних вчених, серед яких: Т. Петтингер, А. Блоніген, Р. Джастін, В. Летайф, Н. М. Леєпса, Ч. Мішра, У. Макінтока, Д.Сім, Н. Берджесс, П.Прентісом, М. Бредлі, А. Десаї і Е. Кім, М. Дженсен. Сучасні погляди представлені в роботах таких українських дослідників, як: М. Алексеєнко, З. Васильченко, Ж. Довгань, К. Кіреєва, В. Кочетков, Н. Шевчук, Н. Шульга, О. Слободяник та інші.

Мета роботи: Компанії Азіатсько-Тихоокеанського регіону завжди відрізнялися застосуванням інноваційних рішень для розширення виробничих потужностей і залучення інвестицій. Тому метою даного дослідження став аналіз факторів формування ринку злиття та поглинань Азіатсько-Тихоокеанського регіону, виявлення динаміки та сучасних тенденцій, аналіз чинників впливу та вивчення інвестиційних мотивів та практичне дослідження впливу угод на ефективність діяльності підприємств.

Завданням дослідження є :

- Розглянути теоретичні підходи аналізу процесів злиття та поглинання у світовій економіці;
- Розглянути методики оцінки ефективності транскордонних злиттів та поглинань;
- Проаналізувати сучасні тенденції транскордонного ринку злиття та поглинань країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону;

- Визначити особливості угод злиття та поглинань на внутрішніх ринках країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону;
- Виявлення факторів впливу на поведінку інвесторів та нових мотивів при виборі об'єкту інвестування;
- Проаналізувати фінансові показники суб'єктів операцій злиття та поглинання до та після їх проведення;
- Охарактеризувати особливості розвитку ринку злиття та поглинань в Україні.

Об'єкт дослідження: угоди злиття і поглинання за участю компаній Азіатсько-Тихоокеанського регіону в умовах до та під час світової пандемії COVID-19.

Предмет дослідження: економічні відносини, що виникають в процесі транскордонних злиттів і поглинань, фактори впливу на поведінку інвесторів, нові мотиви при виборі об'єкта інвестування та аналіз синергетичних вигод підприємств.

Дипломна робота складається з вступу, трьох розділів, висновків та списку використаних джерел. За основу взято дані, опубліковані на міжнародних сайтах статистики, міжнародних економічних форумах, щорічних доповідей, а також навчальних посібників.

У першому розділі розглянуто теоретичні основи аналізу процесів злиття та поглинань. Другий розділ присвячений сучасним тенденціям ринку злиттів та поглинань Азіатсько-Тихоокеанського регіону. У третьому розділі була надана оцінка наслідків процесів злиття та поглинань та був проаналізований стан українського ринку M&A.

При написанні дипломної роботи були використані статистичний, графічний, порівняльний методи, метод регресійного аналізу, метод дисконтування грошових потоків. Для проведення дослідження використовувалися загальнонаукові принципи пізнання економічних явищ, як діалектичний, історичний, системний та ін.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

1.1. Теоретичні підходи аналізу процесів злиття та поглинання у світовій економіці

Наукові роботи та статті іноземних авторів, підтверджують важливість вивчення процесів злиттів та поглинань й актуальність цієї теми в теперішньому часі. Тож звернемо увагу на статті, які дають теоретичне підґрунтя для вивчення цих чинників, а також розглядають їх вплив на розвиток країн Тихоокеанського регіону.

У статті Теджван Петтингера «Переваги злиття» (2018) висвітлюються позитивні аспекти злиттів і поглинань як для компаній, так і для економіки в цілому [1]. Основними перевагами злиття є: ефект масштабу, зниження рівня конкуренції, підвищення ефективності і інвестиційної діяльності компанії, диверсифікація продуктового портфелю і обмін технологічними здобутками. Цікавим є той факт, що вертикальне злиття матиме меншу потенційну економію від масштабу, ніж горизонтальне злиття. Наприклад, вертикальне злиття не може отримати вигоду від технічної економії за рахунок масштабу. Проте при вертикальному злитті все ще може існувати фінансовий ризик для економіки.

Злиття може допомогти фірмам впоратися із загрозою транснаціональних корпорацій і конкурувати в міжнародному масштабі. Окрім того, комбінована компанія зможе направити додатковий прибуток на фінансування ризикових інвестицій, оскільки злиття, що створює більшу фірму, дає більше можливостей терпіти невдачі, заохочуючи нові інновації.

Брюс А. Блоніген та Джастін Р. Пірс в роботі «Злиття може бути вигідним, але чи корисні вони для економіки?» (2016), вказують на збільшення рівня активності в області злиття і поглинань, а так само надають докази того, що, хоча злиття може підвищити прибуток, багато хто з них не забезпечує підвищення ефективності, яке могло б підвищити загальний добробут [2]. Якщо прибуток росте із-за нижчих витрат - наприклад, за рахунок підвищення продуктивності або економії за рахунок масштабу - результатом можуть бути нижчі ціни для споживачів і підвищення загального економічного добробуту. Проте, якщо підвищення прибутковості відбувається за рахунок більшої концентрації ринкової влади усередині фірми і якщо фірми використовують цю владу для підвищення цін, то чистий вплив на добробут може бути негативним. У дослідженні розглядаються усі виробничі підприємства США з 1997 по 2007 рік. Було виявлено, що злиття не робить помітного впливу на продуктивність і ефективність. Зокрема, не було знайдено свідчень змін продуктивності на рівні підприємств і свідчень консолідації адміністративній діяльності, яка часто згадується як спосіб, яким злиття призводить до зниження витрат за рахунок економії на масштабі. Проте було виявлене істотне середнє збільшення суми націнки понад собівартість після злиття, в діапазоні від 15% до більше 50%, залежно від використовуваної контрольної групи.

Це дослідження ставить під сумнів здатність злиття підвищувати продуктивність компанії, особливо коли зливаються дві фірми, які функціонують в одній галузі.

«Злиття та поглинання : синтез теорій та напрямки для майбутніх досліджень» Віссал Бен Летайфа (2010) оглядає синтез теорій і емпіричних досліджень [18]. Огляд фокусується на чотирьох основних напрямках, які включають: по-перше, мотиви злиття і поглинань (це стратегічний прибуток, самовпевненість менеджерів і бажання

створити в результаті злиття велику імперію); по-друге, корпоративні характеристики фірм, що вчинили злиття або поглинання; по-третє, економічні наслідки операції злиття і поглинання; і, нарешті, по-четверте, вплив злиття на ринкову вартість фірми.

«Теорія та практика злиттів та поглинань: емпіричні докази з індійських справ» Н. М. Леєпса та Чандра Секхар Мішра (2016) узагальнює теорії M&A, що пояснюють різні мотиви, через які компанії йдуть на угоди M&A [44]. Теорії M&A по створенню вартості пояснюють, що менеджери фірми докладають усі зусилля для створення вартості фірми і піклуються про інтереси акціонерів. Таким чином, менеджери йдуть на ті угоди M&A, які створюють синергію. Очікується, що покупець і цільова фірма отримають позитивний прибуток від угоди завдяки синергетичним вигодам. Існує чотири теорії злиття, а саме: теорія синергії, теорія агентських стосунків, теорія ринкової влади і теорія стратегічної схожості. А так само автор посилається на роботу Мотиса (2007), який об'єднав різні мотиви злиття і поглинань в дві теорії. Перша група названа теоріями промислових організацій, які включають такі мотиви, як посилення ринкової влади, підвищення ефективності, а також захисні або попереджуючі мотиви. Ці мотиви спрямовані на підвищення вартості діяльності фірми, що веде до збільшення майбутнього прибутку і, таким чином, збільшує вартість для акціонерів. Друга група, що іменується теоріями корпоративного управління, включає такі мотиви, як рішення агентських проблем, усунення внутрішньої неефективності і недосконалості ринку капіталу. Ці мотиви не враховують інтереси акціонерів. Таким чином, злиття, здійснене за такими мотивами, не є для фірми діяльністю, що нарощує вартість, а скоріш збільшує добробут менеджерів.

Також автор статті розділив мотиви на дві частини - перша частина включає мотиви, пов'язані з діяльністю до злиття, а друга

частина включає діяльність після злиття. Мотиви до злиття пов'язані зі збільшенням прибутку компанії, посиленням ринкової влади, досягненням ефекту масштабу, скороченням витрат і створенням бар'єрів для входу нових фірм. Дії після злиття включають продаж активів, розгортання ресурсів, економію коштів і збільшення доходів.

Доцільним буде розглянути актуальні тенденції на ринку злиттів та поглинань. Саме у статті «Злиття та поглинання - міжнародний ринок у 2020 році» Уїлла Макінтоша, Дженніфер Сіма та Ніл Берджесса було проаналізовано стан ринку злиттів і поглинань в 2020 році [5]. Дія COVID - 19 на міжнародні угоди в 2020 році спочатку була різкою. Невизначеність в економіці і на фінансовому ринку означала, що багато угод було призупинено або плани передбачуваних майбутніх були скасовані. Проте більшість цих угод були нетривалими, і, незважаючи на очевидні знегоди, багато міжнародних компаній і фонди прямих інвестицій продовжували залишатися активними і стійкими. На ринку M&A об'єми угод почали зростати приблизно через шість тижнів після введення обмежень COVID - 19, оскільки інвестори повернулися на ринок, а продавці хотіли швидко отримати готівку. Компанії прагнули розширити свою географічну присутність і асортимент продукції для продажу існуючим клієнтам, що привело до консолідації за рахунок злиття і поглинань. Але ці макрочинники не повністю пояснюють швидке відродження ринку злиття і поглинань, структуру угод довелося змінити; необхідно було знайти нові джерела фінансування через наслідки локдауну. Проте, не усі цільові компанії постраждали однаковою мірою; у деяких секторах (особливо у сфері технологій і гігієни) спостерігається зростання товарообігу і прибутковості. Таким чином, були ретельно вивчені короткострокові економічні наслідки COVID, а також очікувані майбутні стійкі доходи. В результаті цих чинників деяким угодам, можливо, знадобилося більше часу, щоб

«дістатися до фінішу», але трохи розширений графік не завадив їх завершенню.

Далі розглянемо тенденції розвитку країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону. Стаття, Ю-По Мака, "Азіатсько-Тихоокеанської стратегії та транзакцій" (2021) показує результати дослідження EY Global Capital Confidence Barometer і звертає увагу на економічне зростання країн Азіатсько-тихоокеанського регіону в період пандемії [3]. Автором дослідження було опитано близько 2000 керівників вищої ланки для того, щоб зрозуміти і оцінити подальшу стратегію і шляхи розвитку. Компанії в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні усвідомлюють, що вони тісно пов'язані з рештою світу і що їх відновлення залежить від того, якими темпами відновлюватиметься світова економічна система; половина опитаних чекає, що цей процес продовжитися аж до 2022 року. Респонденти очікують можливості зростання в основному у своїх країнах, причому сильніший оптимізм представлений на ринках Південно-східної Азії, за якими йдуть Індія і Океанія, чим на ринках за межами Азіатсько-Тихоокеанського регіону. 85% опитаних заявили, що їх організації зазнають значну трансформацію бізнесу і технологій, що супроводжується наростаючим інтересом до злиття і поглинань. Цілі злиття і поглинань включають технологічні та інноваційні рішення, а також нарощування активів, які можуть допомогти компаніям реагувати на нормативні зміни і проблеми в ланцюжку постачань. Пандемія, поза сумнівом, є найбільшою проблемою, з якою стикаються багато організацій усіх типів. Проте, компанії Азіатсько-Тихоокеанського регіону продемонстрували упродовж усієї пандемії COVID - 19 здатність долати кризу. Коли первинний шок кризи вщух, топ-менеджери регіону провели усебічні стратегічні огляди портфелю, щоб переосмислити свої конкурентні позиції в нових умовах. Тепер вони прагнуть активізувати свої програми злиття та поглинань і трансформації, прагнучи змінити

своє майбутнє у постпандемічному світі. Компанії Азіатсько-Тихоокеанського регіону виражають прагнення до злиття і поглинань: 53% респондентів заявили, що вони активно планують вчинити придбання в найближчий рік. А також варто відзначити, що "апетит" в області злиття і поглинань в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні покращився в порівнянні з попереднім роком і перевищує середній показник в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні з 2010 року на 45%.

Ганеш Чанд, в роботі «Злиття та поглинання: проблеми та перспективи для Азіатсько-Тихоокеанського регіону» (2009) затверджував безпосередній вплив процесів злиття і поглинань на економіку країн на макро- і мікрорівнях (зміна в структурі зайнятості, поведінка інвесторів) на прикладі Азіатсько-Тихоокеанського регіону і представив позачасовий концептуальний погляд на те, як злиття і поглинання можуть створювати цінність для корпорацій і їх зацікавлені сторони [6].

В статті Пола Прентісома «Злиття та поглинання приносять користь економіці та американцям» (2019) розповідається про причини та можливості злиття і поглинань на прикладі США. Ефект масштабу дозволяє компаніям ефективніше конкурувати на міжнародних ринках, де є дуже великі гравці, наприклад, ті, які часто субсидуються іноземними урядами [43]. На цих ринках великим компаніям необхідно створювати і підтримувати конкурентні переваги в області інновацій, виробництва і маркетингу. Без злиття і поглинань деякі компанії зіткнулися б з ризиком банкрутства, що фактично понизило б конкуренцію. США втрачають перевагу перед Китаєм у сфері НДДКР, тому злиття і поглинання можуть допомогти змінити цю не вигідну для Сполучених Штатів тенденцію.

Роблячи економіку ефективнішою і продуктивнішою, злиття і поглинання знижують інфляційний тиск. При меншій інфляції цінові сигнали стають чіткішими, а розподіл ресурсів покращується в усій

економіці. Також при меншій інфляції будь-який заданий рівень доходу і заробітної плати створюватиме реальніший попит на кінцеві товари і послуги, що приведе до збільшення попиту на робочу силу, що, у свою чергу, приведе до збільшення доходів. Технологічні компанії проводять злиття і поглинання упродовж десятиліть, щоб залишатися конкурентоздатними в цій галузі, що швидко розвивається. Apple купила Beats by Dre за 3 мільярди доларів. Oracle придбала PeopleSoft за 10,3 млрд. USD. Facebook купив WhatsApp за 22 млрд. USD. Покупці виграли від злиття і поглинань, як і економіка в цілому. Між тим, недавнє злиття компаній T-Mobile і Sprint дозволить об'єднати існуючі можливості для підвищення ефективності і одночасно посилити конкуренцію з такими країнами, як Китай і Південна Корея, в розробці технологій 5G.

1.2. Методика оцінки ефективності транскордонних злиттів та поглинань

Явище злиттів та поглинань стало характерним для світової економіки після другій половині 90-х рр. XX ст., а теорії і методи оцінки ефективності M&A виникли раніше, тому постає питання у виборі таких методів, які будуть актуальними у рамках сучасності [4].

Для того, щоб правильно вибрати підхід і метод оцінки в першу чергу необхідно з'ясувати мотиви M&A. Відзначимо, що в сучасній економічній науці виділяють три основні теорії, що пояснюють мотиви виникнення M&A: синергетичний теорію, теорію агентських витрат вільних грошових потоків і теорію «гордині».

У 1983 М. Бредлі, А. Десаї і Е. Кім сформулювали синергічну теорію, яка в даний момент є найпоширенішою. Сутність теорії полягає в тому, що в результаті M&A компанія, яка утворюється, може використовувати певні операційні, фінансові переваги, що з'являються

при концентрації активів в інтегрованої компанії. Взаємодоповнення різними ресурсами двох або декількох компаній призводить до сукупного ефекту, який перевищує суму ефектів діючих розрізнено компаній [33].

У 1986 році професором М. Дженсеном була сформульована теорія агентських витрат вільних грошових потоків. Вона наголошує на тому, що відносини між менеджерами корпорацій і їх акціонерами є суперечливими через конфлікт інтересів. Менеджери зацікавлені в постійному розширенні бізнесу, так як це збільшує їх владу і розміри заохочувальних виплат, а акціонери зацікавлені в максимізації віддачі від вкладених інвестицій, що власне і породжує конфліктні ситуації.

У 1986 році року була сформульована так звана теорія гордині (Hubris Hypothesis). Ідея полягає в тому, що рішення про здійснення угоди базується на ірраціональній гордості менеджерів корпорації покупця, які платять занадто багато для досягнення поставлених цілей. Це є поясненням причин здійснення угод, які не несуть у собі синергетичного потенціалу, або якщо ефект від синергії є занадто переоціненим [21,19].

Дані теорії являються базовими і найпоширенішими, їх аналіз свідчить про широкий спектр мотивів М&А і різних підходів до їх класифікації.

Мотиви М&А можна поділити на дві групи: перша включає мотиви, пов'язані із діяльністю до злиттів (ринкова влада, скорочення витрат, ефект масштабу), а друга включає діяльність після злиття (продажів активів, збільшення доходів).

Також поділяють мотиви на економічні та ринкові. Економічні пов'язані з ефективністю діяльності компанії, а ринкові - із суб'єктами ринку (конкуренти, інвестори и т. д). Треба виділити мотив різниці ринкової ціни компанії та вартості її заміщення. Основою є той факт,

що частіше легше придбати діючу компанію, ніж створювати нову [19, 21].

Далі, для того, щоб оцінити ефективність процесу злиття та поглинання необхідно визначити вартість компанії. Вартість може мати різні форми:

- 1) Ринкова
- 2) Інвестиційна
- 3) Внутрішня
- 4) Вартість триваючого бізнесу
- 5) Ліквідаційна вартість
- 6) Балансова або бухгалтерська вартість

Найбільш розповсюдженим видом вартості при оцінці активів є ринкова та інвестиційна вартості. Розглянемо більш детально ринкову. Це ціна за яку можна продати компанію на ринку в даний момент часу. Вона характеризується наявністю відкритого конкурентного ринку, повного обсягу інформації та відсутністю надзвичайних обставин. Однак в контексті угод М&А ринкова вартість може застосовуватися не завжди через такі фактори як відсутність конкуренції, різна мотивація покупців, особливості при утворенні синергії і т.д. З цього витікає, що головним видом вартості компанії, який використовується в угодах М&А є інвестиційна, з огляду на те, що вона відрізняється за різних вимог інвестора. Такі відмінності обумовлені індивідуальною віддачею ефекту синергії для кожного конкретного покупця.

Інвестиційна вартість, є максимальною сумою, яку економічно виправдано і доцільно заплатити за компанію. Алгоритм розрахунку інвестиційної вартості компанії виглядає наступним чином:

$$V_{inv} = V_m + S_{\Sigma} - C_i$$

(1.1)

де V_{inv} - інвестиційна вартість компанії; V_m - оцінка ринкової вартості приєднується компанії; $S\Sigma$ - вартісна оцінка синергії; C_i - оцінка витрат на інтеграцію.

Виділимо підходи, які застосовуються для оцінки вартості компаній в контексті злиттів і поглинань. А саме три основних: прибутковий, витратний та порівняльний. Прибутковий включає метод дисконтування грошових потоків і метод капіталізації доходів, витратний - метод ліквідної вартості і метод чистих активів, а порівняльний - метод компаній аналогів, метод угод та метод галузевих коефіцієнтів, метод мультиплікаторів.

При аналізі підходів і методів до оцінки угод М & А також виділяють перспективну і ретроспективну оцінки [21]. Перспективна - прогнозування на майбутнє і оцінку інвестиційної вартості компанії до здійснення угоди, а ретроспективна - оцінка ефективності угоди М & А після її здійснення.

Дисконтування грошових потоків є єдиним методом, що дозволяє враховувати майбутні зміни грошових потоків підприємства. Метод DCF дозволяє найбільш точно оцінити кожен з джерел синергії і витрати на інтеграцію [41].

Оцінка компаній за цим методом проводиться у відповідності з такими кроками:

1. Аналіз і прогноз виручки, витрат і інвестицій компанії;
2. Прогнозування грошового потоку відповідно до можливих сценаріїв;
3. Розрахунок ставки дисконтування і наведеного значення DCF, оцінка пост прогнозний вартості;
4. Розрахунок підсумкової вартості компанії;
5. Оцінка ефекту синергії.

Проаналізувавши роботи іноземних авторів, можна зробити наступні висновки. Злиття і поглинання є важливою частиною будь-якого економічного циклу, одним із механізмів, які використовують

компанії для досягнення більш високих показників ефективності та синергетичних вигод, що, у свою чергу, позитивно впливає на економічне зростання. Були розглянуті мотиви угод M&A, методи оцінки вартості компанії та аналіз синергетичних вигід після здійснення угоди.

В рамках даної роботи для оцінки вартості фірми буде використовуватися метод дисконтування грошових потоків DCF, так як він дає можливість зробити найбільш реалістичні прогнози і дозволяє найбільш точно оцінити кожен з джерел синергії і витрати на інтеграцію.

РОЗДІЛ 2

СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ РИНКУ ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ В КРАЇНАХ АЗІАТСЬКО-ТИХООКЕАНСЬКОГО РЕГІОНУ

2.1. Структура та динаміка транскордонних процесів злиття та Поглинання

Динаміка розвитку ринку злиттів і поглинань Азіатсько-Тихоокеанського регіону в період з 2000 по 2015 мала тенденцію до зростання, виключаючи кризовий період 2007- 2009 року [4]. Але в 2016 тенденція прийняла обраних напрямків і для ринку М & А стало характерним поступове скорочення обсягів угод, з показником в 872 млрд. USD в 2020 році. Розглянемо Рис.2.1

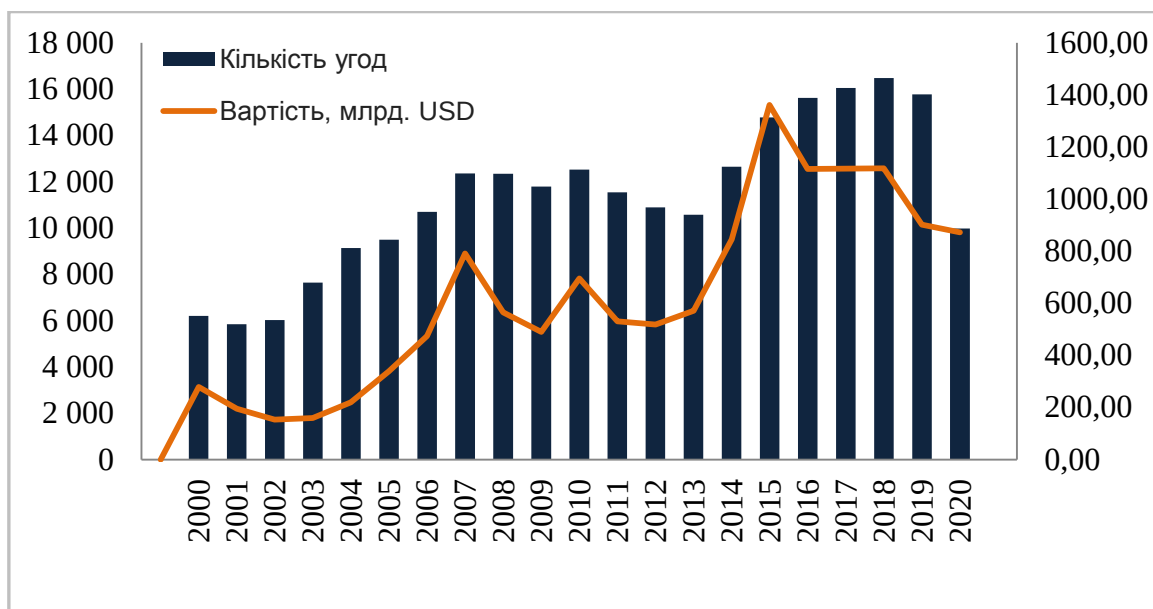


Рис.2.1. Динаміка угод М&А Азіатсько-Тихоокеанського регіону

Складено автором на основі[4].

Початок 2020 року негативно відбилася на рівні активності М & А в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні, Рис.2.2. Невизначеність, пов'язана

з пандемією COVID-19 знизила обсяги угод в першому півріччі 2020 року до 346,804 млн. USD, що на 15,5 млн. USD менше першого півріччя 2019 року і на 194,07 менше другого півріччя 2019 року.

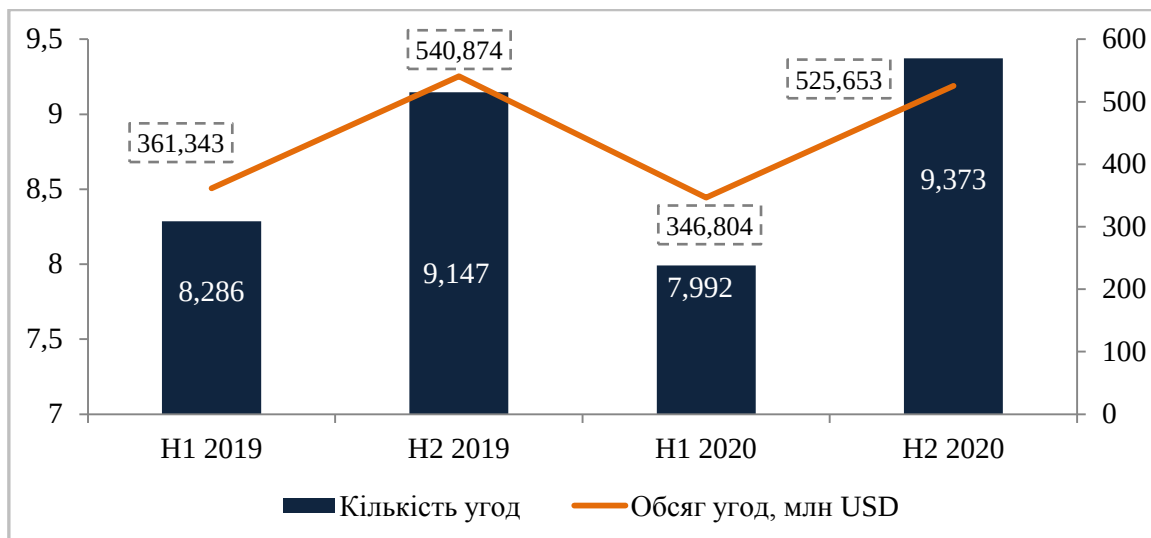


Рис.2.2 Обсяг та кількість угод М&А 2019-2020 Азіатсько-Тихоокеанського регіону
Складено автором на основі [4].

У першій половині 2020 року суб'єкти ринку вважали за краще вичікувальний підхід, однак, завдяки стійкості регіону і швидким інноваційним, прогресивним рішенням третій і четвертий квартал 2020 року повернув інтерес як іноземних так і регіональних інвесторів для реалізації угод.

Покупці, продавці, фінансисти і регулюючі органи звикли до прийняття віртуальної комплексної перевірки і віддалених транзакцій. Незважаючи на посилений нагляд і обмеження щодо ПП, були відновлені і завершені існуючі угоди, а також почався процес укладення нових [3, 20, 21]. Об'єм операцій в H2 2020 склав 526,653 млн. USD, що вказує на високу активність навіть по відношенню до H2 2019. А в кількісному вираженні H2 2020 перевищило показники H2 2019 на 226 угод.

Для 2020 року характерним є збільшення числа угод перевищуючих 5 мільярдів доларів. У першій половині року було оголошено 27 мегаугод, а в другому - 57.

Пандемія, геополітика, стратегії зміни клімату, а також нормативні та законодавчі зміни вплинули на галузі й країни характеристики угод і дали поштовх для перегляду стратегій розвитку і цінностей. Тепер політика компаній акцентує увагу на цілях сталого розвитку та принципах ESG [4,7,8].

Питання екологічного, соціального і корпоративного управління (ESG) набувають все більшого значення як для корпоративних, так і для фінансових інвесторів. Належний розгляд і управління питаннями ESG стало критично важливою областю для угод М & А. Виявлення і розуміння істотних діючих факторів ESG є важливим аспектом оцінки потенційних ризиків і вигод від транзакцій, і буде сприяти підвищенню / зниженню вартості організації в довгостроковій перспективі [11].

Якщо раніше ESG був виключно додатковим фактором, який знижує ризики при вкладенні інвестицій, так як він в основному впливав на нематеріальні активи та на фінансові показники компанії, наприклад вартість бренду і репутація, то в 2020 році в деяких випадках ESG стає головною рушійною силою угоди. Фактор зачіпає фінансові та операційні показники компанії, як доходи, витрати, грошові потоки і враховується при оцінці вартості підприємства [12].

Компанії з гіршими показниками ESG вважаються більш нестабільними в порівнянні з ринком. У статті автора «Сучасні тенденції ринку злиттів та поглинань Азіатсько-Тихоокеанського регіону» для того, щоб перевірити це припущення, була складена регресійна модель, заснована на показниках Beta і індексу ESG, 30-ти компаній Азіатсько-Тихоокеанського регіону. Результати регресії показали наявність зворотної кореляції між показником Beta і ESG [34]. Це означає, що чим вище ESG, тим нижче Beta, тим нижче вартість

капіталу і середньозважена вартість капіталу. Тобто, при зростанні ESG збільшується вартість компанії та її привабливість для інвесторів.

ESG може підвищити віддачу від інвестицій, направивши капітал на більш багатообіцяючі і більш стійкі можливості, а також може допомогти компаніям уникнути неефективних інвестицій, які можуть не окупитися через довгострокові екологічні, соціальні або корпоративно-управлінські проблеми, наприклад, недотримання правових норм, корупція, забруднення навколишнього середовища і т. д [13].

Потенційні покупці, інвестори беруть до уваги довговічність і трансформаційні здатності бізнесу та інвестиційних цілей. Компанії які перейшли на нову модель розвитку показують більш стабільні результати і є більш конкурентоспроможними, особливо в секторах, які найбільше зачепив COVID-19, таких як споживчий сектор, роздрібна торгівля, логістика, подорожі і туризм [9].

Сектори Технології, медіа та телекомунікації (TMT), промисловість, виробництво та машинобудування (IME) та з фінансових послуг стали трьома найбільшими секторами за об'ємом операцій в 2020 році. А самими незначними - сільськогосподарський і сфера дозвілля [15].

TMT уклала 303 угоди на суму 59,2 млрд. USD, IME-337 на суму 35,3 млрд. дол. USD і фінансовий сектор - 160 угод на суму 33,1 млрд. USD. Сільськогосподарський сектор уклав 20 угод на суму 1 млрд. USD., А сфера дозвілля-69 угод на суму 4,6 млрд. USD [10].

Шість з 20 найбільших угод в регіоні були в секторі TMT. Однією з таких є придбання Facebook 10% частки компанії Jio Platforms в розмірі 5,7 млрд. USD.

Сектор IME був наступним за величиною сектором регіону за вартістю, не дивлячись на те, що його загальна вартість знизилася на 50% в порівнянні з показниками 2019 року.

Вартість угод в фінансовій сфері знизилася на 5%, завдяки реструктуризації та операціях з порятунку в банківському секторі Китаю. Однією і довірчої операції було придбання Chengdu Xingcheng Investment Group 35% акцій Chengdu Rural Bank за 2,4 млрд. USD.

Сектор охорони здоров'я у центрі уваги завдяки дії COVID-19. Сума угод за перше півріччя 2020 року склала 15 мільярдів доларів США, в порівнянні до 18 мільярдів доларів США, в першому півріччі 2019 року. Угоди за участю приватного капіталу включали придбання США Carlyle Group 20% акцій виробника ліків Piramal Pharma в Індії. Біо-аптека Southern Huanglin уклала угоду з придбання біотехнологічного бізнесу Harbin PAFC Biotech в рамках угоди на 460 мільйонів доларів США.

2.2. Особливості операцій злиття та поглинання на внутрішніх ринках країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону

Проаналізувавши загальну структуру та динаміку транскордонного процесів злиттів та поглинання для всього Азіатсько-Тихоокеанського регіону, перед нами стоїть завдання відзначити особливості формування та сучасні тенденції M&A на внутрішніх ринках Австралії, Китаю, Індії та США.

Стан ринку Австралії в 2020 році мав ідентичну тенденцію як у всього Азіатсько-тихоокеанського регіону. Спостерігається зниження обсягів в першій половині року і динамічне зростання в другій. Протягом року і коли стало очевидно, що Австралія добре долає наслідки пандемії, у вітчизняних компаній з'явилося почуття впевненості, поряд з відновленням інтересу з боку іноземних компаній. Інвестори стали розглядати Австралію, як привабливе місце для інвестування [27].

У 2020 році Австралія повідомила про 963 угод, що на 20% менше, ніж в 2019 році (1 204 угоди). У вартісному вираженні зниження було не таким значним - 4% до 94,3 млрд. AUD з 97,7 млрд. AUD в 2019 році. Прикладами крупних угод другого півріччя є придбання Coca-Cola European Partners компанії Coca-Cola Amatil на суму 11 млрд. AUD, реструктуризація компанії Virgin Australia на суму 3,5 млрд AUD та поділ Bain Capita Deterra компанії Bain Capita Deterra Royalties на суму 1,7 млрд. AUD в гірничодобувному секторі [8,7].

Австралія створює привабливий інвестиційний клімат для іноземних і місцевих інвесторів. Середовище для M&A в країні, засновано на таких факторах, як легкість укладання угод, можливості пошуку постачальників, економічна стабільність і легкість ведення бізнесу. Також можна виділити прозору і зрозумілу правову систему Австралії і спеціальні умови при укладанні угод, такі як можливість придбання активів інтелектуальної власності. Усі ці фактори забезпечують конкурентну перевагу Австралії поряд з іншими країнами, де переважають волатильність і непередбачуваність.

Приватний капітал залишається дуже активним учасником австралійської сцени злиття та поглинань, а також активно себе проявляють місцеві пенсійні фонди. Важливим регулятором угод M&A служить FIRB, яка приділяє пильну увагу політиці з конкретних питань, таким як податки і дані, а також загальнонаціональної безпеки. Жорсткий підхід FIRB, вимагає, щоб усі зарубіжні придбання підлягали перегляду, що, у свою чергу, також вплинуло на залучення транзакцій іноземних учасників торгів. Іноземні заявки склали 45% транзакцій у 2020 році, що є найнижчим показником за останні десять років, найактивнішими були учасники з Азії, переважно з Сінгапуру, менш активними - з Китаю, у зв'язку з політико-ідеологічним протистоянням сторін. Ймовірно, що в 2021 році багато угод можуть бути відкладені, завдяки недовомовленості з FIRB .

Зростання міжнародної репутації Австралії як центру старт-апів і розвитку технологічних компаній є одним з двигунів зростання сектора ТМТ в 2019-2020 році [8]. Необхідно також відмітити австралійські біотехнологічні і фармацевтичні підприємства, які мають великий досвід в розробці ліків. Роль фармацевтичного сектора у боротьбі з пандемією тільки підвищила його привабливість. Металургійна і гірничодобувна промисловості також виявились привабливими для інвестування. На долю Австралії доводилося 27,3% об'єму угод М&А у світовій металургійній і гірничодобувній промисловості, які в четвертому кварталі 2020 року склали 18,94 млрд. USD. Сільське господарство і дозвілля є прикладами секторів, інтерес до яких знизився.

Другий за величиною ринок злиття і поглинань в Азіатсько-тихоокеанському регіоні – Індія. За останні десятиліття Індія продемонструвала найбільший темп приросту іноземного капіталу серед країн BRICS за загальною вартістю угод М&А. Індійська стартап-екосистема створила більше 100 єдинорогів за останні п'ять років, та в Індії було зафіксовано 382 угоди М&А на суму 82,3 млрд. USD, порівняно з 461 угодою на суму 66,9 млрд. USD у 2019 році. Для ряду старт-апів і єдинорогів рік був важким, оскільки приватний капітал залишався в режимі очікування [8]. Цей капітал, очолюваний суверенними фондами добробуту, спонсорами прямих інвестицій і сімейними офісами, в останніх роках зайняв провідне місце на міжнародному і індійському ринку злиття і поглинань, вклавши значні кошти в такі компанії, як Oyo, Paytm, Ola і Zomat.

Далі розглянемо внутрішній ринок злиття і поглинань Китаю. У 2020 році об'єм угод М&А, дещо знизився, але вартість виросла [8]. Загальна вартість угод М&А, в 2020 році досягла 581,3 млрд. USD, що на 30,1% більше, ніж в 2019 році, а також є найбільшим зростанням з 2017 року. У 2020 році внутрішні транзакції були активнішими, ніж

міжнародні транзакції. Злиття і поглинання в секторах ТМТ, виробництва, фінансових послуг і охорони здоров'я впродовж року залишалися активними. У зв'язку зі вступом в силу нового Закону Китаю про іноземні інвестиції і успішним стримуванням пандемії Covid – 19, рух прямих іноземних інвестицій прискорився, особливо в другій половині року.

Державна політика була спрямована на стимулювання економіки і полегшення навантаження на компанії і включала заходи по полегшенню зовнішньої торгівлі, зниженню податків і пільг та фінансову підтримку. Covid - 19 підвищив попит на медичні онлайн-послуги і фармацевтичні продукти. Виникли нові можливості для компаній в галузях ТМТ, завдяки будівництву "нової інфраструктури" (мережі 5G і дата-центри). Енергетичний сектор також залишався активним [28].

За даними Міністерства торгівлі Китаю, приплив іноземного капіталу в 2020 р. виріс на 6,2%. Азія і Близький Схід стали найпопулярнішими зарубіжними напрямми М&А для китайських компаній. Цільові країни - Сінгапур і Південна Корея. Найбільшими угодами були придбання китайським інтернет-гігантом Baidu компанії Жоуу на суму 3,6 млрд. USD.

Ринок злиття та поглинань у США був також сповільнений дією пандемії, але відновився у другій половині 2020 року. Навіть при сильному відновленні у другій половині 2020 року, зумовленому масштабними угодами у сферах охорони здоров'я та інформаційних технологій (ІТ), діяльність злиття та поглинання зменшилась на 21% у порівнянні з 2019 роком. Угоди М&А в першому кварталі 2020 року досягли 400,8 млрд. доларів, що нижче на 25,1% в порівнянні з першим кварталом 2019 року. Ринок продовжує керуватися як приватними, так і державними операціями злиття та поглинання, хоча перші є більш

поширеними, оскільки приватних компаній набагато більше, ніж державних.

Характерним для ринку M&A США є збільшення обсягу транскордонних операцій, що підлягають перегляду урядом [45]. Частота угод, що зазнали проблемних ситуацій, зросла у галузях, на які COVID-19 мав більший вплив: транспорт, туризм, готельно-ресторанний сектор та індустрія розваг. В результаті пандемії компаніям довелося пристосуватися до віртуального середовища, а конфіденційність даних та кібербезпека стали критично важливими елементами бізнесу та діяльності більшості компаній. Федеральний уряд регулює випуск та продаж цінних паперів через Комісію з цінних паперів та бірж (SEC), антимонопольні питання через Федеральну торгову комісію (FTC) та Антимонопольний відділ Департаменту юстиції (DOJ), а також іноземні інвестиції, які можуть мати наслідки для національної безпеки через CFIUS.

РОЗДІЛ 3

ОЦІНКА НАСЛІДКІВ ПРОЦЕСІВ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ АЗІАТСЬКО- ТИХООКЕАНСЬКОГО РЕГІОНУ

3.1. Порівняльний аналіз фінансових показників суб'єктів операцій злиття та поглинання до та після їх проведення

Світова пандемія COVID-19 сильно вплинула на ринок злиття і поглинань як і в окремо взятих країнах, так і в усьому світі. Багато компаній зазнали збитків, багато розорилися, однак фармацевтична промисловість, як зазначалося в попередньому розділі виявилася однією з галузей, які постраждали в меншій мірі, а скоріше навпаки багато компаній зуміли адаптуватися під потреби споживача і кардинально поліпшити фінансові показники. Для фармацевтичних компаній характерна висока концентрація угод M&A, що допомагає їм ефективно конкурувати між собою, виходити на нові ринки, розвивати інновації та прискорювати дослідницькі процеси [29, 31, 32].

Цікавим є той факт, що для таких великих провідних фармацевтичних компаній як Roche, Pfizer і Johnson & Johnson присутність в портфелі препаратів застосовуваних при COVID-19, істотним чином не впливало на ринкову капіталізацію. Дані компанії залишалися стабільними. У середніх компаній спостерігається зростання ринкової капіталізації на 15-20%. Однак відносно невеликі компанії, які не мають подібних препаратів в своєму арсеналі, значно постраждали, їх ринкова капіталізація скоротилася на 20% -22%.

За прогнозами світовий ринок вакцин досягне свого піку в 2022 році, і складе близько 2,273 млн. USD, а до 2025 скоротиться у зв'язку зі скороченням рівня захворюваності до 1,3 млн. USD. При цьому

основними гравцями на цьому ринку як і раніше залишаться AstraZeneca, Emergent Biosolutions, Glaxosmithkline, Merck и Pfizer.

З цього, в рамках даної теми буде актуально виявити синергетичні вигоди від угод М&А, великих гравців фармацевтичного сектору.

Угода М&А, яка є основою практичної частини дипломної роботи була повністю здійснена у 2019 році. Перш, ніж розглядати деталі угоди і оцінити її ефективність, необхідно здійснити огляд компаній-учасниць [42].

Pfizer Inc. - американська транснаціональна компанія, що спеціалізується на дослідженнях, розробках і виробництві біофармацевтичних продуктів [36, 42].

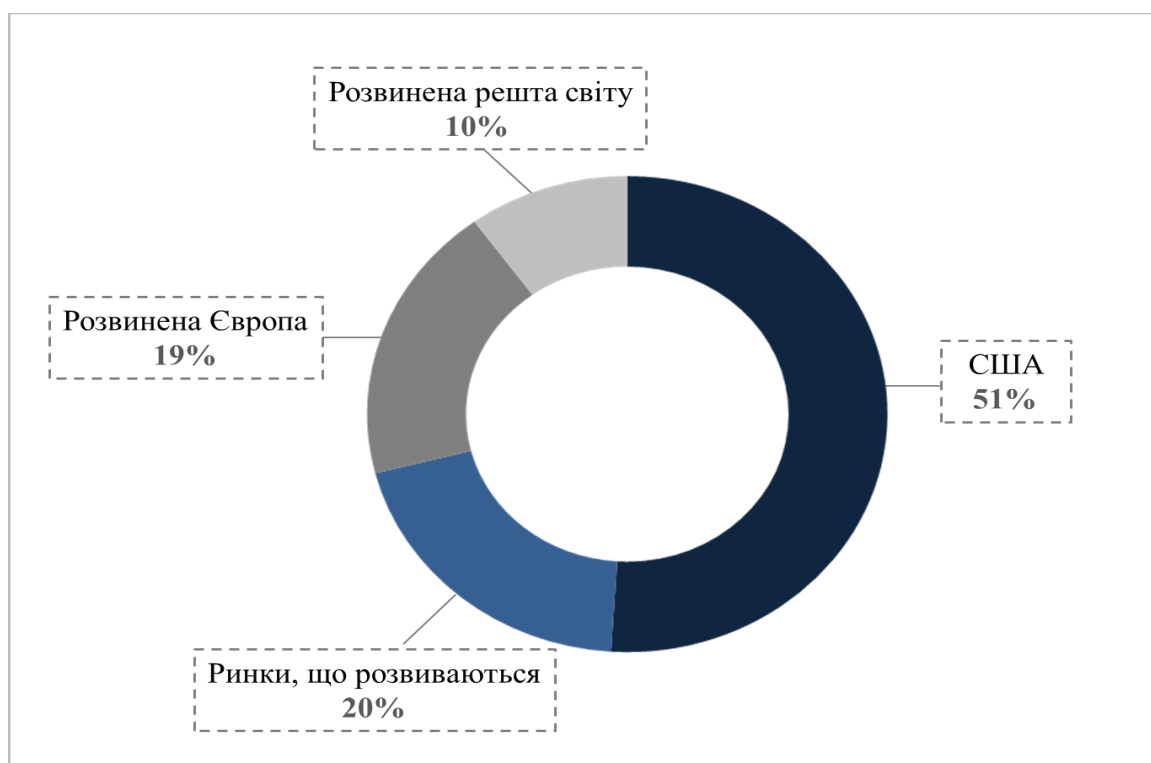


Рис.3.1. Продажі Pfizer за географічними регіонами

Складено автором на основі [36].

Компанія оперує на розвинених ринках по всьому світу, і отримує близько 55% доходів від міжнародних клієнтів. Дохід компанії в середньому за 2017-2020 роки становить 41 млрд. USD. Велика частина доходів надходить від виробництва і продажу біофармацевтичних

продуктів, але також компанія отримує доходи від угод о співробітництві і продажу продуктів, розроблених іншими компаніями. Компанія має близько 96 проектів в області клінічних досліджень і розробок. Продуктовий портфель включає ліки і вакцини.

Компанія керує своїми комерційними операціями через два бізнес-сегмента: Pfizer Innovative Health (IH) і Pfizer Essential Health (EH). IH спеціалізується на розробці і комерціалізації ліків і вакцин. Терапевтичні області IH включають внутрішню медицину, вакцини, онкологію, запалення і імунологію, рідкісні захворювання і охорону здоров'я. EH включає в себе фірмові дженерики, стерильні ін'єкційні продукти, біоаналоги і інфузійні системи, а також включає в себе організацію досліджень і розробок і контрактне виробництво.

Історія розвитку Pfizer налічує величезну кількість угод М & А, різних за своєю значимістю, що допомогло компанії зайняти лідируючі позиції на світовому ринку фармацевтики. У таблиці 2.1 надається перелік основних угод з 2005 року.

Табл.3.1

Найзначніші угоди М & А компанії Pfizer

Компанія	Рік	Вартість угоди
Idun	2005	\$300 млн
Angiosyn	2005	\$527 млн
Wyeth	2009	\$68 млрд
King Pharmaceuticals	2010	\$3,6 млрд
InnoPharma	2014	\$225 млн
Baxter International	2014	\$635 млн
Hospira	2015	\$15 млрд
Anacor Pharmaceutical	2016	\$5,2 млрд
Medivation	2016	\$14 млрд
Array BioPharma	2019	\$11,4 млрд

Складено автором на основі [31, 42].

Бренди компанії IH включають Prevnar 13, Xeljanz, Eliquis, Lyrica (США, Японія і деякі інші ринки), Enbrel (за межами США і Канади),

Viagra (США і Канада), Ibrance, Xtandi і інші. Бренди ЕН включають Lipitor, Premarin, Lyrica (Європа, Росія, Туреччина, Ізраїль і країни Центральної Азії).

2019 рік став головним в перетворенні Pfizer в інноваційний, науково обґрунтований бізнес з виробництва біофармацевтичних продуктів, чому посприяло злиття з компанією Array BioPharma.

Array BioPharma Inc. - американська клінічна біофармацевтична компанія, що займалася відкриттям, розробкою і комерціалізацією трансформаційних цільових низькомолекулярних препаратів для лікування пацієнтів, які страждають на рак та інші тяжкі захворювання. Провідні клінічні програми Array, енкарафеніб і бініметиніб, вивчаються в більш ніж 30 клінічних дослідженнях по ряду показань до солідних пухлин. Дохід компанії на 2018 рік складав 173,8 млн. USD.

У січні Array представила ряд позитивних новин про хід розробок, що поліпшило довгостроковий прогноз розвитку бізнесу компанії.

Вочевидь, що Pfizer звернули увагу на розробки Array в сфері ліків для лікування онкозахворювань, і прорахували, що в довгостроковій перспективі придбання Array може поліпшити і зміцнити портфель ліків.

Процедура здійснювалася в 2 етапи. На початку Pfizer викупила 100% акцій, які перебували у вільному обігу, 171 905 358 звичайних акцій Array, що становить приблизно 77,0% від усіх акцій. Ціна за акцію склала 48 доларів США без відсотків, з урахуванням всіх необхідних утримуваних податків. Після прийняття виставлених на торги акцій Pfizer завершила придбання Array шляхом другого етапу злиття Arlington Acquisition Sub Inc. з Array [42].

В результаті злиття Array стала 100% дочірньою компанією Pfizer. Загальну вартість підприємства Array оцінюють приблизно в 11,4 млрд. USD. Спочатку Pfizer розраховували профінансувати більшу частину

угоди за рахунок боргу, а залишок - за рахунок наявних грошових коштів. Однак за підсумком повна сума була покрита за рахунок готівкових коштів.

Попередня оцінка даної операції оцінювалася експертами позитивно в довгостроковій перспективі. Було прогнозовано, що відразу після угоди ціна акцій Pfizer незначно знизиться, але відновиться до 2020, а вже у 2021 зросте по відношенню до показників 2018-2019 років, а саме об'єднання дозволить компанії розширити продуктовий портфель і зробити інноваційний стрибок в області лікування онкозахворювань.

Для того, щоб зрозуміти, рівень ефективності угоди, необхідно виявити ефект синергії на основі оцінки вартості компаній. Оцінка вартості проводилася на основі фінансової звітності даних компаній, наданої в базі даних Refinitiv, а також на основі офіційних заяв керівництва на офіційних сайтах компанії і ЗМІ. У даній роботі використовувався метод дисконтування грошових потоків (DCF). В рамках методу, прогнозний період становить 5 років. При розрахунку величини грошового потоку був використаний реальний сценарій, заснований на історичних показниках компанії і динаміці розвитку фармацевтичного ринку.

Розглянемо динаміку розвитку світової галузі фармацевтичної продукції. Згідно з прогнозами аналітиків, в найближчі роки світовий фармацевтичний ринок збереже тенденцію до зростання, темп якого (CAGR) складе 4-5% щорічно. Збільшення обсягів ринку буде обумовлено як власне динамікою вже сформованих сегментів, так і багато в чому зростанням продажів інноваційних лікарських препаратів.

Прибуток Pfizer до сплати податків і відсотків (операційний прибуток; EBIT) в 2018 році склав 8 737 млн. USD, операційна маржа -

22%, амортизація за основними засобами та нематеріальними активами 6 384 млн. USD. Капітальні витрати склали 2 196 млн. USD (табл. 3.2).

Табл.3.2

Історична динаміка основних показників компанії Pfizer

Показник	2014	2015	2016	2017	2018
Дохід від товарів та послуг, млн. USD	49 605	48 851	52 824	52 546	40 825
Щорічна зміна продажів		-2%	8%	-1%	-22%
Прибуток до сплати податків і відсотків, млн. USD (EBIT)	14 658	13 633	15 062	15 583	8 737,0
Маржа прибутку до сплати податків і відсотків (EBIT margin)	30%	28%	29%	30%	21%

Складено автором на основі [36].

Аналізуючи динаміку доходів від товарів і послуг, можна помітити різке зниження показника в 2018 році на 22% по відношенню до попереднього року, і який склав 40 825 млн. USD [36]. Таке погіршення може бути обумовлено зміною ринкових драйверів і більш жорстким контролем якості препаратів з боку держав. Відбулася переорієнтація з генериків на інноваційні препарати, хвиля виходу в тренди нових розробок, патентів і фармаксерокопічних напрямків. Лідерами ринку і драйверами зростання стають розробники інноваційних фармпрепаратів. Основними напрямками для зростання продаж стали препарати для лікування онкології, ВІЛ, діабету, ревматизму і онкозахворювань. Згідно із прогнозом експертів IQVIA, до 2023 р. світовий ринок онкологічних препаратів виросте до 140-150 млрд. USD і збереже провідне місце серед інших терапевтичних областей за обсягом витрат.

Для побудови моделі був обраний реальний сценарій, на основі історичних даних і показниках фармацевтичної галузі. Середній прогнозований п'ятирічний темп зростання індустрії (CAGR) становить 4-5%, але з огляду на попередню динаміку результатів операційної

діяльності компанії зміна продажів в прогнозовані роки 2019-2023 складе в середньому 2% щорічно, Табл. 3.3.

Табл.3.3.

Прогноз основних показників компанії Pfizer

Показник	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Дохід від товарів та послуг, млн. USD	41 642	42 474	43 324	44 190	45 074
Щорічна зміна продажів	2%	2%	2%	2%	2%
Маржа прибутку до сплати податків і відсотків (EBIT margin)	27%	27%	27%	27%	27%

Розраховано автором.

У минулі роки середня операційна маржа дорівнювала 27%, тому був зроблений висновок, що компанія буде підтримувати такий самий рівень прибутковості в наступний роки. За п'ятирічний прогнозний період 2019-2023 сумарний дохід від товарів та послуг склав 216 704,03 млн. USD, а операційний прибуток 58 510 млн. USD.

Подібним чином розглянемо компанію Array, Табл. 3.4. Операційний прибуток в 2018 році склав -129,9 млн. USD, операційна маржа -75%, амортизація за основними засобами та нематеріальними активами 2,24 млн. USD [37].

Табл.3.4.

Історична динаміка показників компанії Array

Показник	2014	2015	2016	2017	2018
Дохід від товарів та послуг, млн. USD	42,08	51,91	137,9	150,9	173,8
Щорічна зміна продажів		23%	166%	9%	15%
Прибуток до сплати податків і відсотків, млн. USD (EBIT)	-75,01	3,29	-82,21	-102,1	-129,9
Маржа прибутку до сплати податків і відсотків (EBIT margin)	-178%	6%	-60%	-68%	-75%

Складено автором на основі [37].

Дохід від товарів та послуг збільшився на 15% по відношенню до попереднього року і склав 173,8 млн. USD. Капітальні витрати склали 1,23 млн. USD.

Прогноз для цієї компанії був зроблений аналогічним чином як для компанії Pfizer, на основі прогнозованого 5-ти річного темпу індустрії але з урахуванням історичного зростання компанії, Табл. 3.5.

Табл.3.5.

Прогноз основних показників компанії Array

Показник	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П
Дохід від товарів та послуг, млн. USD	199,8	229,8	264,3	303,9	349,5
Щорічна зміна продажів	15%	15%	15%	15%	15%
Маржа прибутку до сплати податків і відсотків (EBIT margin)	-70%	-70%	-70%	-70%	-70%

Розраховано автором.

Щорічна зміна продажів в прогнозовані року складе 15%, а маржа прибутку до сплати податків і відсотків дорівнюватиме -70%. За 5-ти річний період 2019-2023 дохід від товарів та послуг склав би 1 347,36 млн. USD, а операційний прибуток -943,15 млн. USD.

Далі для побудови моделі була взяті такі показники:

1. Безризикова ставка (Risk-Free Rate) - це відсоткова ставка, яку інвестор може розраховувати заробити на інвестиції, яка є відносно безризиковою. Обидві компанії із США, тому у якості безризикової ставки обрана 10-річна ставка дохідності державних облігацій США, яка склала 2,69 % .
2. Премія за ризик (Risk Premium) - це інвестиційна віддача, яку, як очікується, принесе актив, що перевищує безризикову норму прибутку. Премія за ризик була взята з інформаційної бази Damodaran і складає 4,72% [38].
3. Бета (Beta)- це показник волатильності прибутковості компанії щодо всього ринку; використовується як показник ризику та є частиною моделі CAPM. Для моделі була розрахована п'ятирічна ринкова бета для компаній Pfizer (0,85) і Array (1,169).

4. Вартість боргу до оподаткування (Pre-tax Cost of Debt) - це середня процентна ставка, яку компанія сплачує за всі борги. Розрахунок показника виглядає наступним чином :

$$\text{Pre-tax Cost of Debt} = \frac{\text{Total Interest Cost Incurred}}{\text{Total Debt}} * 100 \quad (3.1)$$

де Total Interest Cost Incurred – виплачена сума за відсотками; Total Debt - загальний борг. Для Pfizer та Array вартість боргу склала 3,2% і 7% відповідно.

5. Ефективна ставка податку - це середня ставка, за якою оподатковується її прибуток (Pre-Tax Profits) серед усіх ринків її операційної діяльності. Вона розраховується наступним чином:

$$\text{Tax Rate} = \frac{\text{Total Tax Expense}}{\text{EBT}} \quad (3.2)$$

де Total Tax Expenses - загальні податкові витрати; EBT- прибуток до оподаткування. Для Pfizer ефективна ставка податку склала 8,2%, а для Array показник був розрахований за модулем, так як прибуток до оподаткування мав від'ємне значення через збитки компанії, але податки у розмірі 1,6% були виплачені.

6. Співвідношення боргу до капіталу (Debt/Capital Ratio)- це показник фінансового важеля компанії.

$$\text{Debt-To-Capital Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Debt} + \text{Shareholders' Equity}} \quad (3.3)$$

де Total Debt - загальний борг; Shareholders Equity - власний капітал акціонерів. Для Pfizer показник складає 39,6%, а для Array 34%.

7. Прибутковість капіталу до оподаткування (Pre-tax return on capital) розраховується наступним чином:

$$\text{Pre-tax return on capital} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets}}$$

(3.4)

де EBIT – операційні доходи; Total Assets- сумарні активи. Для компаній показник склав 5,5% (Pfizer) і 28% (Array).

8. Ставка реінвестування (Reinvestment Rate)- це прибуток, який інвестор очікує отримати після реінвестування грошових потоків отриманих від попередніх інвестицій.

$$RR = \frac{(Net\ Capital\ Expenditures + Change\ in\ WC)}{NOPAT} \quad (3.5)$$

де RR- ставка реінвестування; Net Capital Expenditures- чисті капітальні витрати; Change in WC - зміна робочого капіталу; NOPAT - чистий операційний прибуток після податків. Нижче наведена зведена таблиця 3.6. розрахованих даних.

Табл. 3.6

Зведена таблиця розрахованих даних

Показник	Pfizer	Array	Об'єднані показники
Безризикова ставка (Risk-Free Rate)	2,69%		
Премія за ризик (Risk Premium)	4,72%		
Бета (Beta)	0,850	1,169	0,842
Вартість боргу до оподаткування (Pre-tax Cost of Debt)	3,2%	-7,0%	3,4%
Ставка податку (Tax rate)	8,2%	-1,6%	8,4%
Співвідношення боргу до капіталу (Debt/Capital ratio)	39,6%	34,0%	39,7%
Доходи, млн. USD (Revenues)	216704	1347,367	218051,4055
EBIT, млн. USD	58510,09	-943,157	57566,93336
Прибутковість капіталу до оподаткування (Pre-tax return on capital)	5,5%	-28,0%	6,3%
Ставка реінвестування (Reinvestment Rate)	55,0%	18,3%	55,9%
Прогнозний період	5	5	5

Складено автором на основі [36].

На основі вищезазначених даних було зроблено розрахунки показників вартість власного капіталу (Cost of equity) і вартості боргу після оподаткування (Cost of debt). А далі проведений розрахунок показника середньозваженої вартості капіталу (WACC).

$$WACC = (E/V * Re) + ((D/V * Rd) * (1 - T)) \quad (3.6)$$

де E-ринкова вартість власного капіталу; D - ринкова вартість боргу; V- загальна вартість капіталу(D+E); Re - вартість власного капіталу; Rd- вартість боргу; T - ставка податку. Далі були розраховані очікувані темпи зростання компаній Pfizer та Array.

$$Expected\ growth\ rate = After\ tax\ return\ on\ capital * RR \quad (3.7)$$

де After tax return on capital – прибутковість капіталу після оподаткування; RR - ставка реінвестування. Результати розрахунків представлені в таблиці 3.7.

Табл.3.7.

Розрахунок показника середньозваженої вартості капіталу

Показник	Pfizer	Array
Вартість власного капіталу (Cost of Equity)	6,70%	8,21%
Вартість боргу після оподаткування (After-tax cost of debt)	2,94%	-7,11%
Cost of capital (Вартість капіталу)	5,21%	3,00%
Прибутковість капіталу після оподаткування (After-tax return on capital)	5,05%	-28,45%
Ставка реінвестування (Reinvestment Rate)	55,00%	18,30%
Очікувані темпи зростання (Expected growth rate)	2,78%	-5,21%

Розраховано автором.

Наступним кроком є розрахунок вільного грошового потоку до фірми (FCFF). Він являє собою суму грошового потоку від операцій, доступних для розподілу після обліку витрат на амортизацію, податків,

оборотних коштів та інвестицій [41]. FCFF - це показник прибутковості компанії після всіх витрат та реінвестицій.

$$FCFF = EBITDA \times (1 - T) + DA \times T + WC - CE \quad (3.8)$$

де EBITDA- заробіток до відсотків, податків та амортизації; T- ефективна ставка податку; DA- амортизація, WC- зміни робочого капіталу; CE- капітальні витрати. Сума FCFF за п'ять років для компанії Pfizer складає 112,732 млрд. USD, а для Array – -3 072,5 млрд. USD. Далі була розрахована вартість компанії (Enterprise value) за наступною формулою:

$$EV = PV of FCFF + \frac{TV}{(1 + WACC)} \quad (3.9)$$

де PV of FCCF – теперішня вартість майбутнього грошового потоку до фірми TV - термінальна вартість , WACC - середньозважена вартість капіталу. Результати представлені в Табл.3.8

Табл.3.8

Результати розрахунку вільного грошового потоку

Показник	Pfizer	Array
PV of FCFF	112732	-3072,5
Термінальна вартість (Terminal value)	1213507	-25107,7
Вартість компанії (Enterprise value)	1053943	-24730,8

Розраховано автором.

Вартість компанії Pfizer складає 1053,9 млрд. USD , та 24 млрд. USD для Array.

Для обчислення ефекту синергії необхідно від вартості комбінованої компанії (з урахуванням ефекту синергії) відняти автономну вартість компанії. Обчислимо автономну вартість комбінованої компанії:

$$EV(P; A) = EV \text{ Pfizer} + EV \text{ Array} \quad (3.10)$$

Ідентичним методом (DCF) будуємо модель для комбінованої компанії, з урахуванням питомої ваги компаній Pfizer і Array для базових показників, Табл.3.9

Табл.3.9

Зведена таблиця розрахованих даних для об'єднаної компанії

Показник	Об'єднані показники
Безризикова ставка (Risk-Free Rate)	2,69%
Премія за ризик (Risk Premium)	4,72%
Бета (Beta)	0,842
Вартість боргу до оподаткування (Pre-tax Cost of Debt)	3,4%
Ставка податку (Tax rate)	8,4%
Співвідношення боргу до капіталу (Debt/Capital ratio)	39,7%
Доходи, млн. USD (Revenues)	218051,405
ЕБІТ, млн. USD	57566,9334
Прибутковість капіталу до оподаткування (Pre-tax return on capital)	6,3%
Ставка реінвестування (Reinvestment Rate)	55,9%
Прогнозний період	5

Розраховано автором.

Співвідношення боргу до капіталу складає 39,7%, ставка реінвестування 55,9%, а п'ятирічні прогнозовані доходи і ЕБІТ — 218,05 млрд. USD и 57,5 млрд. USD відповідно.

За результатами Табл. 3.9, було розраховано показник середньозваженої вартість капіталу та очікувані темпи зростання об'єднаної компанії після злиття, головні результати наведені у таблиці 3.10.

Табл. 3.10

Розрахунок об'єднаних показників вартості компанії

Показник	Об'єднані показники
Вартість власного капіталу (Cost of Equity)	6,66%
Вартість боргу після оподаткування (After-tax cost of debt)	3,16%
Cost of capital (Вартість капіталу)	5,27%
Прибутковість капіталу після оподаткування (After-tax return on capital)	5,77%
Ставка реінвестування (Reinvestment Rate)	55,88%
Очікувані темпи зростання (Expected growth rate)	3,23%
PV of FCFF	109692,0791
Термінальна вартість (Terminal value)	1203774,121
Вартість компанії (Enterprise value)	1040789,21

Розраховано автором.

Вартість без урахування синергії становить 1029,2 млрд. USD. Отримавши вартість з урахуванням синергії 1040,7 млрд. USD, можемо визначити вартість самого синергетичного ефекту, Табл.3.11.

Табл.3.11

Розрахунок ефекту синергії

Синергія	
Вартість фірм (автономна)	1029212
Вартість фірм (об'єднана)	1040789
Значення синергії	11576,97

Розраховано автором.

Як зазначалося раніше, для обчислення ефекту синергії необхідно від вартості комбінованої компанії (з урахуванням ефекту синергії) відняти автономну вартість компанії.

Значення синергії склало 11,57 млрд. USD. Дана оцінка свідчить про ефективність здійснення угоди, про її доцільність і вигоду обох сторін, що беруть участь у злитті. Вигоди від угоди також будуть проявлятися в майбутньому, у міру розвитку спільної діяльності підприємства.

3.2. Ринок злиття та поглинань в Україні

Розглянемо динаміку змін кількості та об'ємів ринку злиття та поглинання в Україні. Максимальний показник за об'ємом угод було зафіксовано в 2007 році (21 млрд. USD). Мінімальний рівень зафіксовано в 2015 році — 0,5 млрд. USD, Рис.3.2.

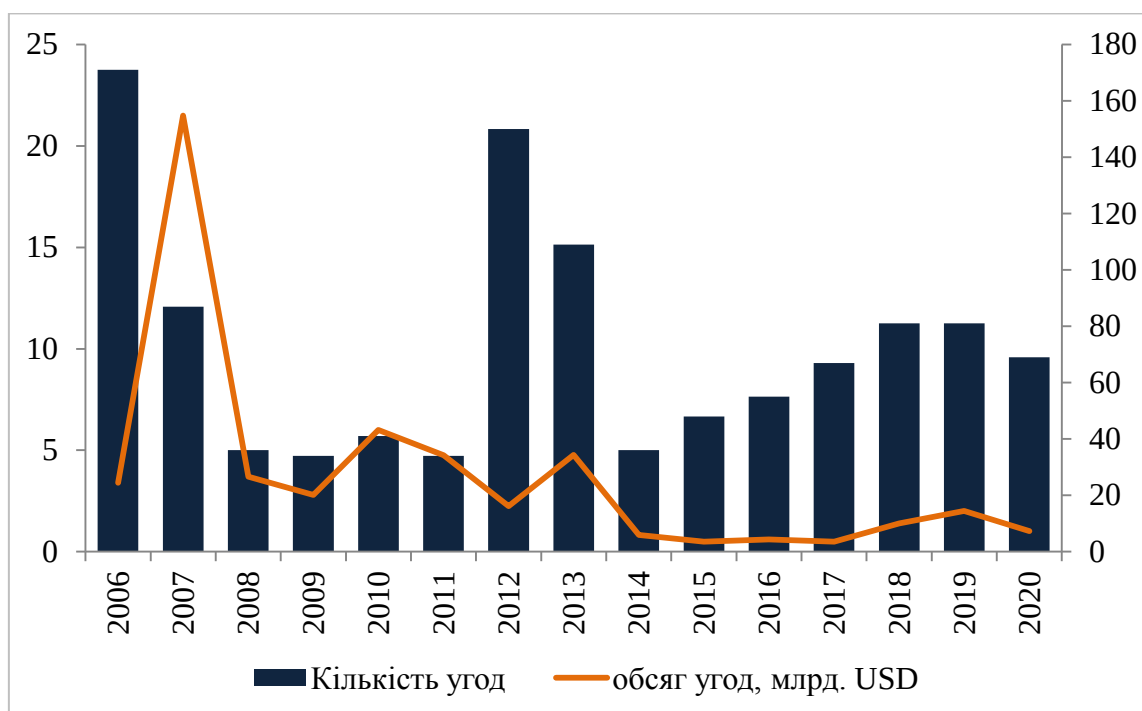


Рис.3.2. Динаміка українського ринку злиття та поглинань у 2006-2020 роках

Складено автором на основі [39].

Можна помітити, що після 2007 року, спостерігалось стрімке скорочення даного показника. Світова фінансова криза вплинула на обсяги угод і скоротила їх на 81,5%, а в період з 2009 по 2013 спостерігається волатильність, зумовлена вичікувальною позицією потенційних інвесторів, а також неоднозначністю економічної і політичної ситуації в країні. Ще одне різке скорочення можна помітити в 2014 році, причиною якого є озброєний конфлікт на сході України, що спричинив за собою політичну кризу. Ця ситуація ідентичним чином вплинула на обсяг угод, скоротивши його на 82% по відношенню до

2013 року. Найбільш активним учасником угод М & А був російський бізнес, а через сформовані протиріччя і загострення конфлікту компанії з російським капіталом були змушені покинути ринок. Однак, деякі українські компанії, які мали в своєму розпорядженні ресурси, активно інвестували в закордонні проекти. Так у 2014 році, власником Bank of Surgus став Альфа-Банк (Україна), 202,5 млн. EUR було витрачено на отримання 99,8% активів [35].

У 2015 році світовий обсяг угод М&А досяг 4,6 трлн. USD, внесок України доволі незначний — менше 1 млрд. USD. У 2016 році потенційний інтерес був пов'язаний із секторами сільського господарства, інформаційних технологій та енергетики. Серед найбільших угод 2016 року стала покупка стартапу Lookserу за 132,7 млн. EUR компанією Snapchat.

Невизначеність, пов'язана з президентськими і парламентськими виборами, не сприяла притоку нових іноземних інвестицій і змусила вітчизняних інвесторів прийняти вичікувальну позицію в першому півріччі 2019 року, однак друга половина року вдвічі перевищила результати першої. Однією з найбільших угод стало придбання азербайджанським Bakcell оператора зв'язку Vodafone-Україна, а також придбання Idea Bank провідною незалежною інвестиційною компанією Dragon Capital. Для 2019 року не було ніяких характерних інвестиційно привабливих галузей, інвесторів цікавили абсолютно різні компанії із різних секторів.

У 2020 році в Україні було оголошено 69 угод з поглинання та злиття компаній. Майже 60% всіх угод стосувалися чотирьох галузей: нерухомість і будівництво, сільське господарство, інновації та технології, нафта і газ. На них припало 80% всіх витрат на ринку. Розглянемо найбільші угоди ринку М&А України за 2020 рік, Табл.3.12.

Табл.3.12.

Найбільші угоди ринку M&A України за 2020 рік

Сектор	Об'єкт	Покупець	Вартість угоди млн дол.США
Будівництво нерухомості	Єврожитлогруп	Dragon capital	110
	Готель"Дніпро"	Smartland	41
Транспорт та інфраструктура	ТІС-контейнерний термінал	DP World PLC	130
	EVERI Ltd.	Glencore Agriculture Limited	25
Сільське господарство	Хмельницьк-Агро	Епіцентр К	100
	Каскад-Агро	Agartha Fund LP, A.Garese(приватний інвестор)	70
Споживчі ринки	Billa Україна	UAB Consul Trade House	70
Інновації та технології	Воля-Кабель	Datagroup,М. Шелемба (приватний інвестор), Horizon Capital	68
	Restream service	Sapphire Ventures, Insight Partners	50

Складено автором на основі [39, 40].

Найбільшою угодою біло покупка компанією DP World (OAE) 51% акцій контейнерного терміналу ТІС за \$ 130 млн. USD.

Детальне порівняння ринків M&A 2019-2020 років, виявило стимулюючий вплив макроекономічних умов, пов'язаних із світовою пандемією COVID-19, на друге півріччя 2020 року. Майже дві третини всіх угод оголосили в другій половині 2020 року.

ВИСНОВКИ

Компанії Азіатсько-Тихоокеанського регіону завжди відрізнялися інноваційними рішеннями для розширення виробничих потужностей і залучення інвестицій. Аналіз поточних тенденцій на ринку M&A в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні показав історично позитивну динаміку розвитку в період з 2000-2015 роках, а у 2016-2020 роках мав тенденцію до скорочення обсягів і кількості здійснюваних операцій. Детальне порівняння ринків M&A 2019-2020 років, виявило стимулюючий вплив макроекономічних умов пов'язаних із світовою пандемією COVID-19 на друге півріччя 2020 року і підтвердив факт, що піки угод приходять на періоди суттєвих економічних перебудов, так як ринок пропонує суб'єктам можливості придбання активів на більш вигідних умовах.

Макроекономічні зміни вплинули на галузі й характеристики угод, зі сторони інвесторів було виявлено масовий перегляд стратегій розвитку і цінностей. Тепер політика компаній акцентує свою увагу на цілях сталого розвитку та принципах ESG, так як компанії, які перейшли на нову модель розвитку показують більш стабільні результати і є більш конкурентоспроможними. Результати дослідження підтвердили зростаючий вплив ESG при виборі об'єкта інвестування.

Сектори технології, медіа та телекомунікації, промисловості, виробництва та машинобудування та фінансових послуг стали трьома найбільшими секторами за об'ємом операцій в 2020 році. А самими незначними - сільськогосподарський і сфера дозвілля.

Сектор охорони здоров'я знаходиться в центрі уваги через пандемію COVID-19, тому уряди країн регіону збільшують інвестиції в свої системи охорони здоров'я та фармацевтичну промисловість, підтримуючи сприятливі довгострокові умови для інвесторів.

Через збільшення і розповсюдження угод злиття і поглинання в XXI столітті, метою роботи було дослідження та оцінка впливу даних процесів на майбутню діяльність компаній.

Для цього в роботі була побудована модель дисконтування грошових потоків для оцінки вартості компаній і виявлення ефекту синергії від здійснення угоди M&A фармацевтичними компаніями Pfizer та Amgen.

У 2018 році Pfizer звернули увагу на розробки Amgen в сфері ліків для лікування онкозахворювань, і прорахували, що в довгостроковій перспективі придбання Amgen може поліпшити і зміцнити портфель ліків. В дипломній роботі практичним методом була доведена вигода від цієї угоди. Для обчислення ефекту синергії, від вартості комбінованої компанії (з урахуванням питомої ваги компаній) необхідно відняти автономну вартість компанії. Результатом моделювання виявилось позитивне значення синергії у розмірі 11,57 млрд. USD. Дана оцінка свідчить про ефективність здійснення угоди, про її доцільність і вигаш обох сторін, що беруть участь у злитті. Вигоди від угоди також будуть проявлятися в майбутньому, по мірі розвитку спільної діяльності підприємства.

Проаналізувавши український ринок злиття та поглинань, було виявлено схожі тенденції до скорочення обсягів угод у 2008 році під впливом світової фінансової кризи; в період 2009–2013 років, зумовлене неоднозначністю економічної і політичної ситуації в країні; у 2014, причина — озброєний конфлікт на сході України, який спричинив за собою політичну кризу; та спад кількості угод у 2020 році під впливом пандемії COVID-19. У 2020 році в Україні оголошено 69 угод M&A, 60% яких стосувалися чотирьох галузей: нерухомості і будівництва, сільського господарства, інновацій та технологій, нафти і газу.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Т. Петтінгер. Переваги злиття та поглинань. *Економічний форум*, 2018. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.economicshelp.org/microessays/competition/benefits-mergers/>
2. Б. Блоніген, Д. Пірс. Злиття може бути вигідним, але чи корисні вони для економіки? *Бізнес форум*, 2016. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://hbr.org/2016/11/mergers-may-be-profitable-but-are-they-good-for-the-economy>
3. Ти-По Мак . ЕУ Азіатсько-Тихоокеанські стратегії та операції. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.ey.com/en_gl/ccb/asia-pacific-mergers-acquisitions
4. PwC Advisory services. Глобальні тенденції злиттів і поглинань: попереду запекла конкуренція за дилерів, які формують постпандемічну економіку. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>
5. Н. Берджесс, Д. Сім, У. Макінтош. Злиття та поглинання - міжнародний ринок у 2020. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=58ebd225-f79c-4d3c-89e8-3059189a99b2>
6. Азіатська організація продуктивності. Злиття та поглинання: проблеми та перспективи Азіатсько-Тихоокеанського регіону; за заг. ред. Г. Чанда. АРО 2009, ISBN: 92-833-7031-3, 156 с.
7. Бейкер Тилли. Глобальні угоди: огляд ринку М & А в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні. 2020. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.acuris.com/assets/Baker%20Tilly_APAC_Dealmakers_2020_final.pdf?IhZxdxMsiX_3qhctEE_qh8mCpja_wyPA, С.3-16

8. Herbert Smith Freehills. Комплексний огляд злиттів і поглинань в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.herbertsmithfreehills.com/latest-thinking/asia-pacific-ma-review-2021> С.3 -12
9. Р. Рамеш, Й. Кенгельбах, Т. Шмид, В. Чен. Звіт про злиття і поглинання в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні: угоди в неспокійні часи. *Бостонська консалтингова група*. 2020 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.bcg.com/publications/2020/asia-pacific-mergers-acquisitions-report-dealmaking-turbulent-times>
10. Моррисон Ферстер. Звіт М&А в 2020 році та тенденції на 2021 рік. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.mofo.com/resources/insights/210114-m-and-a-trends-2021.html>
11. Л. Ли. MSCI Дослідження ESG 2021: тенденції, за якими варто слідкувати. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.msci.com/www/blog-posts/2021-esg-trends-to-watch/02227813256>
12. З.Надь, Д. Коган. Оптимізація екологічних, соціальних та управлінських факторів при побудові портфеля: аналіз трьох стратегій, орієнтованих на ESG. *SSRN*. 2013. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2221524>.С.2-17
13. Л.Кайзер. Інтеграція ESG: цінність, зростання та імпульс. *Журнал управління активами*, 21, 32-51. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://doi.org/10.1057/s41260-019-00148-y>
14. А.Алеканов. Влияние пандемии на вероятность участия компании в сделках по слиянию и поглощению в фармацевтической отрасли. *Инновации и инвестиции*. 2021. № 3. С.191-194.
15. Mergermarket. Фактори угоди: Азіатсько-Тихоокеанський регіон.2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

- <https://www.mergermarket.com/assets/Deal%20Drivers%20APAC-1H%202020-final.pdf> 56с.
16. Д.Кребб. Звіт про злиття та поглинання. 2021. *IFLR*. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [://www.iflr.com/article/b1qxjw11nllvw3/mampa-report-2021-united-state](https://www.iflr.com/article/b1qxjw11nllvw3/mampa-report-2021-united-state)
 17. Ж.Макдугал. Економічний ефект від злиття і поглинань на корпорації. 1995. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [https://www.ic.gc.ca/eic/site/eas-aes.nsf/vwapj/wp04e.pdf/\\$file/wp04e.pdf](https://www.ic.gc.ca/eic/site/eas-aes.nsf/vwapj/wp04e.pdf/$file/wp04e.pdf)
 18. В.Летайф. Злиття і поглинання: синтез теорії і напрямки майбутніх досліджень. 2010. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: file:///C:/Users/%D0%9F%D0%BE%D0%BB%D1%8C%D0%B7%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%BB%D1%8C/Downloads/Mergers_and_acquisitions_A_synthesis_of_theories_a.pdf
 19. М.Бредлі, А.Десай. та Е. Кім. Синергетичні вигоди від придбання корпорацій та їх розподіл між акціонерами цільових та поглинаючих фірм. 1988. Журнал фінансової економіки 21, 3-40. 7.
 20. А.Бун. Порівняння придбань та вилучень. 2000. Журнал корпоративних фінансів 6, р. 117-139.
 21. А.Бровкин., Н.Медведева. Порівняльний аналіз методів оцінки ефективності міжнародних угод про злиття та поглинання. Економіка: вчора, сьогодні, завтра. 2018. Том 8. № 8А. С. 165-172.
 22. Н.Решетько, Ю.Башкатова. Сутність злиття та поглинань та їх вплив на конкурентоспроможність компаній на ринку. 2015. Інтернет-журнал «Науковедение» Том 7, №2. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://naukovedenie.ru/PDF/02EVN215.pdf>.
 23. Morgan Staneley. Слияния и поглощения в 2021 году. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.morganstanley.com/ideas/mergers-and-acquisitions-outlook-2021-rebound-acceleration>

24. J.P Morgan. Глобальний прогноз злиття та поглинання. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.jpmorgan.com/solutions/cib/investment-banking/2021-global-ma-outlook>
25. С.Мокичев, В.Малаєв., С.Котенкова. Экономическая теория. Часть II. Макроекономика. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://kpfu.ru/docs/F417973755/Tema.12.pdf>
26. Д. Уоррен. Злиття та поглинання та ESG: значення екологічного, соціального та корпоративного управління для угод Дуглас Уоррен [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.firmex.com/resources/blog/ma-esg-importance-environmental-social-corporate-governance-deals/>
27. Ринок Австралії в 2021 році. *Consultancy news*. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.consultancy.com.au/news/2990/australias-mid-market-to-lead-ma-market-rebound-in-2021>
28. Угоди про злиття та поглинання, пов'язані з Китаєм, значно зросли в 2020 році. *Daxue consulting*. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://daxueconsulting.com/ma-market-in-china-report/>
29. А.Алеканов, И.Хоминич. Фактор залежності інноваційності фармацевтичних компаній від укладання злиття та поглинання .Страхова справа. - 2020. - №. 3. - С. 43-56
30. А. Алеканов. Влияние пандемии на вероятность участия компании в сделках по слиянию и поглощению в фармацевтической отрасли. 2020. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [file:///C:/Users/%D0%9F%D0%BE%D0%BB%D1%8C%D0%B7%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%BB%D1%8C/Downloads/vliyanie-pandemii-na-veroyatnost-uchastiya-kompanii-v-sdelkah-po-sliyaniyu-i-pogloscheniyu-v-farmatsevticheskoy-otrasli%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/%D0%9F%D0%BE%D0%BB%D1%8C%D0%B7%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%82%D0%B5%D0%BB%D1%8C/Downloads/vliyanie-pandemii-na-veroyatnost-uchastiya-kompanii-v-sdelkah-po-sliyaniyu-i-pogloscheniyu-v-farmatsevticheskoy-otrasli%20(1).pdf)

31. Динаміка укладених злиттів та поглинань у фармацевтиці та здоровому виробництві в 1-му кварталі 2020 року. *The Pharma media. 2020.* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://thepharma.media/analytic/analysis/23379-dinamika-sdelok-ma-v-farmaceutike-i-zdravoohranenii-v-1-m-kvartale-2020-goda>
32. Ю. Прожерина. Світовий фармацевтичний ринок: тренд – COVID-19. *Журнал Ремедиум" №9. 2020.* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://remedium.ru/state/Mirovoy_farmatsevticheskiy_rynok_trend_COVID/
33. Подолян З.С., Родіонова Т. А. Злиття та поглинання як чинник розвитку країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону// Матеріали міжнародної науково-практична конференція «Соціально-економічний та політичний розвиток в умовах європейської інтеграції». – Одеський національний університет ім. І.І. Мечникова–29-30 травня 2021 р.
34. Подолян З.С., Родіонова Т. А. Сучасні тенденції ринку злиттів та поглинань в країнах Азіатсько-Тихоокеанського регіону // Фаховий науковий журнал «Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету » – 2021. –№49.
35. Подолян З.С. Аналіз тенденцій розвитку українського ринку злиття та поглинань// Матеріали науково-практичної конференції «Інноваційні рішення в економіці та бізнесі та соціальних комунікаціях», м. Одеса, 5 червня 2021 р.
36. Фінансові дані компанії Pfizer. Refinitiv Database. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp/?s=PFE&st=RIC#/Summary>
37. Фінансові дані компанії Array. Refinitiv Database [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp/?s=148711&st=Orgid#/PrivateCompanyOV>

38. Премія за ризик. *Дамодаран-онлайн* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
39. Угоди М&А в Україні. 2021. *InVenture* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://inventure.com.ua/tools/database/m%26a>
40. KPMG. М&АРадар. 2021. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://home.kpmg/ua/uk/home/insights/2020/02/ma-radar-ukraine.html>
41. Методика розрахунку вільних грошових потоків для оціни вартості компанії. *CFA Institute*. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/free-cash-flow-valuation>
42. Pfizer придбав Array. 2019. *Pfizer news*. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.pfizer.com/news/press-release/press-release-detail/pfizer_to_acquire_array_biopharma
43. П. Прентісом.Злиття та поглинання приносять користь економіці та американцям. 2019. *Inside sources*. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://insidesources.com/mergers-and-acquisitions-benefit-the-economy-and-americans/>
44. Н. Леєпса, Ч. Мішра. Теорія та практика злиттів та поглинань: емпіричні докази з індійських справ. 2016. *IIMS Journal of Management Science*. Vol. 7, No. 2. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.researchgate.net/publication/306351409_Theory_and_Practice_of_Mergers_and_Acquisitions_Empirical_Evidence_from_Indian_Cases
45. Н. Шайх, С. Хадаві, К. Дунгджа. Злиття та поглинання 2020: Розділ США. 2020. *Global Legal Group*. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.troutman.com/insights/global-legal-insights-mergers-and-acquisitions-2020-usa-chapter.html>

