

## АНАЛИЗ ОСНОВНЫХ МОТИВОВ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА ФАРМАЦЕВТИЧЕСКОМ РЫНКЕ

*Maria COJOCARU, Ulviyya MAMMADOVA*

*Молдавский государственный университет*

Исследование причин, побуждающих менеджеров заключать все больше и больше сделок M&A в условиях высокого риска неудачи, является объектом многочисленных научных работ. В данной статье рассмотрены различные мотивационные факторы для слияния и поглощения компаний на фармацевтическом рынке. Приведены различные мнения относительно мотивов слияний и поглощений (mergers and acquisitions - M&A) и их классификации. Обзор научных работ позволил авторам выделить четыре основных мотива для слияния и поглощения фармацевтических и биотехнологических компаний.

**Ключевые слова:** слияние, поглощение, фармацевтический рынок, мотивы.

### ANALYSIS OF THE MAIN MOTIVES FOR MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE PHARMACEUTICAL MARKET

Investigation of the causes is encouraging managers to enter into more and more mergers and acquisitions (M&A) deals in conditions of high risk of failure, is the subject of numerous scientific actions. In this scientific article are considered various motivational factors for mergers and acquisitions in the pharmaceutical market. Bringing different points view on the M&A motives and their classification. In this overview of scientific publications, has allowed the author to highlight four main motives for mergers and acquisitions pharmaceutical and biotech companies.

**Keywords:** mergers, acquisitions, pharmaceutical market, motives.

Объектом многих исследований являются мотивы для заключения сделок по слиянию и поглощению компаний. Парадоксальный вопрос «Почему менеджеры продолжают все больше и больше заключать сделки M&A, хотя исследования показывают, что около 70% терпят неудачу?» занимает центральное место в исследованиях M&A. Несмотря на это, некоторые эксперты считают, что в фармацевтической индустрии уровень неудач ниже и составляет около 55-60% [1]. Высокий процент неудач M&A позволяет заключить, что рост в динамике количества сделок M&A можно объяснить амбициями менеджеров и множеством мотивов, побуждающих к заключению сделок. В связи с этим, возникает необходимость изучения мотивов для слияний и поглощений, когда в условиях высокого риска неудачи в случае заключения сделки M&A продолжается рост их количества.

Исследование мотивов, побуждающих фармацевтические компании искать новые пути развития посредством слияния и поглощения других компаний, очень важно, так как это позволит заинтересованным сторонам определить выгоду, эффекты этих сделок, особенно если это касается сделок M&A на международном рынке. При этом учитываются микроэкономические, макроэкономические и личные мотивы менеджеров и акционеров.

Микроэкономические эффекты слияний и поглощений на фармацевтическом рынке касаются самого предприятия, что в свою очередь имеет непосредственное влияние и на благосостояние акционеров, и на ситуацию на рынке. Микроэкономический анализ мотивов слияний и поглощений должен показать, являются ли эти сделки для фармацевтических компаний средством улучшения экономических и финансовых показателей, которые могут быть воплощены в экономической эффективности предприятия, или средством усиления рыночной власти. Макроэкономические эффекты исследуются и учитываются при одобрении сделки органами, наделенными регулируемыми компетенциями в области анти-монопольного регулирования, защиты конкуренции и регулирования рынка ценных бумаг.

В многочисленных исследованиях приводятся различные подходы к структурированию мотивов. Структурирование мотивов позволит участникам сделок M&A более полно проанализировать основные направления, по которым возможно достижение синергетического эффекта от сделки.

Генри Грабовски и Маргарет Кайл [2] выделяют адаптивные (оборонительные) и наступательные (проактивные) мотивы слияний и поглощений. Если оборонительные мотивы – это стратегический ответ на изменения окружающей среды, то наступательные мотивы нацелены на укрупнение активов, экономию за счет масштабов и на оптимизацию исследовательских проектов.

С.В. Савчук делит мотивы М&А на три группы [3]:

- мотивы уменьшения оттока ресурсов;
- нейтральные мотивы по отношению к движению ресурсов;
- мотивы увеличения / стабилизации притока ресурсов.

Другого мнения придерживаются А.Радыгин и Р.Энтов [4, с.101-103], которые считают основными мотивами синергетический эффект и теорию гордыни (hubris theory).

Согласно синергетической теории, основным мотивом для заключения сделки М&А является достижение синергетического эффекта. Синергия может возникнуть благодаря экономии, обусловленной масштабами деятельности, экономии за счет снижения транзакционных издержек. Экономия, обусловленная масштабами деятельности, характерна для горизонтальных слияний [5, с.120], хотя есть мнения, что и при образовании конгломератов возможно получение экономии за счет укрупнения масштабов деятельности [6, с.70]. При вертикальной интеграции (поглощение компаний, которые находятся ближе к источнику поставки или к конечному потребителю) мотивом интеграции является экономия за счет снижения транзакционных издержек, а также обеспечение возможности избежать перебоев в поставках.

Синергия, как эффект слияний и поглощений, может быть двух видов:

- операционная*, которая проявляется в сокращении расходов и увеличении доходов;
- финансовая*, которая проявляется в виде снижения затрат на капитал и роста стоимости компании (рост благосостояния собственников) в результате слияния компаний.

Операционная синергия выражается в экономии на масштабе, на гибкости или на возможностях роста (Рис. 1). Снижение затрат может стать результатом экономии на масштабе, использования специализированного труда и более эффективного использования активов предприятия.

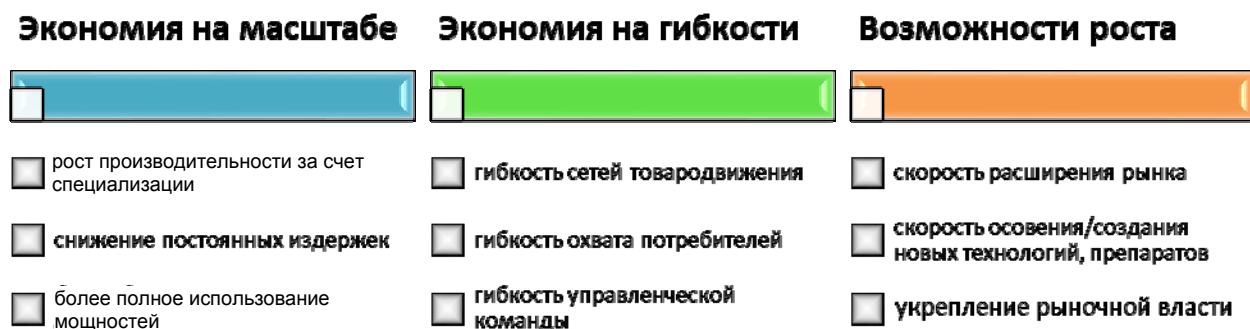


Рис.1. Характеристики операционной синергии.

Источник: разработано автором на основании источника [3].

Сторонниками синергетической теории являются многие исследователи, которые рассматривали фрагментарно мотивы сделок М&А: проникновение на новые рынки [7, 8]; получение синергетического эффекта [5, 9]; завладение новыми ресурсами, в том числе и патентами, разработками, исследованиями [10-12]; снижение операционных издержек [13, 14]; диверсификация деятельности [6, 15].

По данным Агентства, получение синергетического эффекта и рост стоимости предприятия являлись мотивацией для слияния и поглощения на фармацевтическом рынке лишь для 5% компаний [16]. Синергетический эффект может возникнуть благодаря комбинированию взаимодополняющих ресурсов при определенных условиях. «Слияние может оказаться целесообразным, если две или несколько компаний располагают взаимодополняющими ресурсами. Каждая из них имеет то, что необходимо для другой, и поэтому их слияние может оказаться эффективным. Эти компании после объединения будут стоить дороже по сравнению с суммой их стоимостей до слияния, так как каждая приобретает то, чего ей не доставало, причем получает эти ресурсы дешевле, чем они обошлись бы ей, если бы пришлось их создавать самостоятельно» [17].

Слияния и поглощения на фармацевтическом рынке с целью получения взаимодополняющих ресурсов характерны как для крупных фирм, так и для малых предприятий. Объектом поглощения зачастую становятся малые предприятия, которые способны обеспечивать недостающие ресурсы для

успешного функционирования крупных компаний. Известно, что малые фармацевтические фирмы создают уникальные препараты или продукты, но могут испытывать недостаток ресурсов для организации крупномасштабного производства и реализации. Крупные компании чаще всего сами в состоянии создать необходимые им компоненты, но можно гораздо дешевле и быстрее получить доступ к необходимым компонентам, осуществив слияние с компанией, которая их уже производит, чем организовывать их производство, поэтому крупные предприятия выбирают более короткий путь.

Некоторые исследователи придерживаются мнению, что слияния и поглощения облегчают разрушительные организационные изменения, вызванные существенной внутренней инерцией и сопротивлением [18]. Давид Равенскрафт и Вильям Лонг одними из первых проводили анализ слияний и поглощений фармацевтических компаний. Их анализ сводился к слияниям значительной стоимости. Исследования проводились по слияниям за 1985-1996 годы. Д. Равенскрафт и В. Лонг констатировали, что крупные горизонтальные и трансграничные слияния создали стоимость на фондовом рынке. Их анализ снижения затрат при крупных горизонтальных фармацевтических слияниях показал, что снижение общей численности персонала в период после слияния составило от 8 до 20% по сравнению с количеством персонала в период до слияния. В то же время, снижение производственных затрат, затрат на маркетинговые услуги и затрат на оплату труда было пропорционально больше, чем снижение затрат, связанных с персоналом, занятым научными исследованиями и разработками. Причиной тому является сложность интегрирования поглощаемой компании со всей ее инфраструктурой. Поэтому некоторые компании после слияния продолжают функционировать как совокупность отдельных подразделений. Есть мнения, что «сложная структура корпорации, прежде всего конгломератного типа, наоборот, способна привести к увеличению численности персонала административно-управленческого персонала [17].

Слияния и поглощения фармацевтических компаний связаны также со значительными затратами интеграции, которые могут повлиять на производительность фирмы в последующий после слияния период [19, 20]. Таким образом, предпосылкой для интеграции путем слияний или поглощений с целью получения синергетического эффекта за счет комбинирования взаимодополняющих ресурсов является разница в технологиях. Компании с более низкими издержками приобретают компании с высокими издержками, что ведет к росту прибыльности ввиду оптимизации. Две компании в отдельности менее продуктивны в условиях отсутствия некоторых ресурсов, чем в объединенном виде; получение синергетического эффекта возможно, когда два вида деятельности дополняют друг друга, а перераспределение ресурсов ведет к более эффективному их использованию. Например, в 2015 году фармацевтическая сеть CVS Health объявила о сделке приобретения за 12,7 млрд. долларов США Omnicare – лидирующего провайдера фармацевтических услуг для ухода за престарелыми и долгосрочного ухода, включая 2,3 млрд. долларов США долга. Эта сделка позволит CVS Health получить лучший доступ к новым каналам дистрибуции для людей престарелого возраста.

Большинство авторов приходят к мнению, что основным движущим мотивом роста и консолидации активов на фармацевтическом рынке путем слияний и поглощений других компаний является усиление конкуренции. Слияния и поглощения заставляют предприятия, ввиду динамики конкурентоспособности, стать более инновационными, более эффективными и продуктивными.

На данный момент укрупнение и экспансия бизнеса являются необходимыми условиями для развития и выживания в условиях жесткой конкуренции, роста доходов на развитие новых лекарственных препаратов и угрозы со стороны препаратов-дженериков. Традиционный экономический мотив для слияний – это увеличение доли рынка и рыночной власти, чтобы получить конкурентные преимущества. Усиление конкурентных преимуществ (вхождение в бизнес конкурента и пр.) компании может быть осуществлено различными мерами: ценовой политикой, увеличением объемов производства, оптимизацией бизнес-процессов, использованием современного оборудования и высоких технологий и т.д. Однако многие фармацевтические гиганты предпочитают стратегию заполнения портфеля потенциальными разработками, лицензиями, патентами и уже готовыми препаратами за счет поглощения других фирм или их подразделений.

Некоторые компании выкупают (поглощают) своих конкурентов, а затем ликвидируют их. «Иногда выгоднее выкупить конкурента и устранить ценовую конкуренцию, чем опустить цены ниже средних переменных издержек» [17]. Если цель поглощения – «дешево купить и дорого продать», то

мотивом сделки является получение разницы между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью. Продажа активов поглощенной компании по частям может быть более эффективной. Однако мотивом сделки M&A может быть и получение экономии, так как купить действующее предприятие бывает иногда дешевле, чем создавать новое.

Слияния и поглощения являются мощным средством трансформации бизнеса, особенно когда конкуренция на рынке стремительно развивается, как это происходит в периоды быстрого инновационного развития и интернационализации бизнеса. Через сделки слияний и поглощений компании могут адаптироваться к изменениям в конкурентной среде. За счет диверсификации компании снижают риски, связанные с цикличностью спроса на некоторые фармацевтические препараты.

Мотивом для заключения сделки M&A фармацевтических компаний может быть их намерение противостоять экспансии на мировом рынке фармацевтической продукции более мощных (сильных) конкурентов. По данным агентства Thomson Reuters, экспансия послужила мотивом для 16% заключенных сделок M&A на фармацевтическом рынке в 2000-2014 гг. [16].

Ключевую роль в развитии фармацевтических компаний играет разработка и выпуск на рынок новых инновационных лекарственных препаратов. Поэтому важным мотивационным фактором M&A является диверсификация и/или заполнение портфеля новыми лекарственными препаратами, продуктами. При этом компании стараются поглощать те компании, которые производят лекарственные препараты и являются объектом контрактов государственных закупок. Еще один немаловажный мотив для слияний и поглощений – это доступ к госзаказам на закупку лекарственных препаратов. Известно, что значительная часть государственного бюджета тратится на закупки для нужд здравоохранения, поэтому компании стремятся прибегнуть к сделкам слияния и поглощения с целью заполнения портфеля именно такими препаратами.

Многие фармацевтические компании поглощаются с целью получения права пользования их патентами, брендом, с целью доступа к клиентским базам и др. Чаще всего мотивацией для фармацевтических слияний и поглощений является страховка от истечения срока действия патента. Истечение срока действия патента – одна из серьезных проблем, с которой сталкиваются фармацевтические компании, и может привести к резкому падению прибыли из-за появления более дешевых препаратов-дженериков. По истечении срока действия патента, на рынке появляются недорогие копии лекарственного препарата-дженерика, соответственно продажи оригинального препарата, ввиду его высокой цены, резко сокращаются. В таких ситуациях компании, выпускающие оригинальный препарат, решаются приобрести производителя препарата-дженерика, что позволит избежать снижения прибыли и сохранить долю рынка.

В фармацевтической отрасли ключевым фактором слияний и поглощений является уровень показателей, характеризующих научный потенциал компаний. Тенденция последних лет указывает на увеличение расходов на научные исследования и разработки, а продуктивность инвестиций в такие проекты имеет тенденцию к снижению. Поэтому, фирмы могут осуществлять слияния и поглощения, чтобы обеспечить фирме новые технологии и инструменты исследования для повышения эффективности своим исследованиям.

Известно, что процесс создания новых лекарственных препаратов становится все более дорогостоящим и сложным, а длительность процесса разработки в среднем достигает 12-13 лет [21, с.7]. Стоимость разработки нового препарата составляет в среднем около 1,5 млрд. долл. США [1, с.318]. В некоторых компаниях рост расходов на научные исследования и разработки может превышать темпы роста объемов реализации. Пытаясь уменьшить эти расходы и ускорить процесс расширения продуктовой линейки, фармацевтические компании поглощают другие фармацевтические и биотехнологические фирмы, уже вложившие свои средства в инновационные проекты. Таким образом, компания может добиться как расширения рынка, так и овладения новыми технологиями, интеллектуальной собственностью и расширения портфеля новыми препаратами с минимальными затратами. Вместе с приобретением компании поглощающая компания приобретает и эффективную команду специалистов по разработке новых продуктов. Именно расширение продуктовой линейки и послужило основным мотивом слияния или поглощения на фармацевтическом рынке в 6 случаях из 10, согласно исследованиям агентства Thomson Reuters за период с 2000 по 2014 гг. [16].

Исследование 202 биотехнологических и фармацевтических слияний в период с 1998 по 2001 год установило, что фармацевтические фирмы с относительно старым портфелем препаратов демонстрируют

более высокую склонность к приобретению другой фирмы [6, с.320]. Другое исследование, проведенное М.Хиггинсом и Д.Родригессом на данных 160 сделок слияний и поглощений фармацевтических компаний, имевших место в период с 1994 по 2001 гг., показало, что фирмы с более низкими показателями и меньшим сроком права эксклюзивности на существующие препараты имели большую вероятность быть поглощенными [22].

Многие фирмы принимают портфельный подход для получения новых продуктов на ранних стадиях исследования. Однако некоторые фармацевтические компании ищут новых перспективных терапевтических вложений и на более поздних этапах исследования [23, с.12]. Традиционные антиконкурентные опасения по поводу потенциальных последствий конкуренции становятся более актуальными, особенно на поздних стадиях, когда есть небольшое количество конкурентов-кандидатов на ассимиляцию фармацевтического продукта. Когда лекарственное средство переходит к третьей завершающей фазе клинических испытаний, вероятность успеха возрастает примерно до 70%, в то время как затраты на клинические испытания также значительно увеличиваются. Таким образом, сделка слияния становится выгодной для обеих компаний, благодаря возможности «снятия сливок» в результате вывода на рынок нового препарата раньше конкурентов.

Анализ, проведенный CenterWatch на 11 крупных слияниях и поглощениях, имевших место в период с 1989 по 1998 год, показал что количество проектов по разработке новых препаратов сократилось на треть через три года после слияния [24]. Однако авторы не исследовали вероятную эффективность или вероятность успеха исключаемых проектов, так как устранение дублирующих усилий, экономия ресурсов или сокращение исследовательских проектов с низкой вероятностью успеха могли бы положительно повлиять на максимизацию финансовых показателей.

При анализе мотивов слияний и поглощений, не могут быть исключены также субъективизм и личные интересы менеджеров. Иногда менеджеры компаний мотивированы в приобретении другого предприятия, чтобы максимизировать свои собственные интересы [25, с.1298; 26]. Инициирование операций M&A основывается на субъективных мотивах, связанных с желанием менеджеров укрепить свои позиции, сферу влияния и репутацию на предприятии. Увеличение статуса руководства подразумевает большую власть, соответственно увеличение заработной платы, а «границы власти и заработная плата находятся в определенной связи с размерами корпораций» [17]. Многие компании поощряют своих менеджеров за результаты работы опционами. Это означает, что часть заработной платы менеджеров высшего звена привязана к их способности создавать стоимость для владельцев управляемой ими компании.

В случаях, когда самоуверенность менеджеров перевешивает экономическую целесообразность сделки M&A, цена сделки может быть неоправданно высокой для поглощающей компании. Согласно «Теории гордыни» (hubris theory), мотивом для сделки M&A становится иррациональная «гордыня» менеджмента компании-покупателя. Инициатор поглощения исходит из предположения, что новые владельцы смогут обеспечить более высокую рыночную стоимость компании. Подобная стратегия чаще всего обречена на неуспех.

Слияния и поглощения могут стать одновременно и средством повышения качества управления компанией. Если выявленные резервы указывают на низкое качество управления, это означает, что предприятие обладает неэффективной командой менеджеров. А так как менеджеры не станут предпринимать каких-либо действий, чтобы наказать самих себя за неэффективное управление, акционеры усматривают в реструктуризации компании посредством слияния наиболее рациональное средство влияния на возможность повышения качества управления, тем самым и на возможность увеличения своего благосостояния. Как правило, это акционеры поглощаемых компаний, так как у другой, поглощающей, должен быть эффективный управленческий аппарат/команда управления. Иначе результат сделки M&A будет катастрофическим для объединенной компании.

С другой стороны, у менеджеров поглощающей компании мотивом может послужить стремление менеджеров повысить статус руководства компании. Таким образом, стимулом для слияния или поглощения являются, в первую очередь, личные мотивы менеджеров поглощающей компании, хотя, конечно, окончательное решение относительно сделки M&A основывается на экономической целесообразности.

Объектами поглощений, как правило, становятся фармацевтические компании со слабыми показателями доходности на протяжении нескольких лет, соответственно вероятность выкупа контрольного пакета акций или долей этих компаний является высокой. Очень часто собственники крупных

корпораций видят в сделках M&A наиболее простой и приемлемый, рациональный способ устранения неэффективности или роста эффективности вложенного ими капитала, поэтому они соглашаются на заключение сделки. В таких случаях, сделкам M&A предшествует глубокий анализ с целью идентификации возможностей/резервов сокращения затрат, увеличения объемов продаж, роста доходности продаж, активов, капитала.

Излишки денежных средств (временно свободные ресурсы) также могут использоваться для поглощения других компаний. Эта стратегия приемлема для компаний, генерирующих крупные денежные потоки. Как правило, к таковым относятся предприятия, действующие в отрасли и находящиеся в стадии зрелости, возможности которых для инвестирования свободных денежных ресурсов ограничены. Компании вынуждены, в некотором роде, заключать сделку M&A, так как рискуют сами быть поглощенными, являясь мишенью для других компаний, которые найдут выгодное применение высвободившимся ресурсам.

Стимулом для M&A может быть и благоприятное налоговое законодательство, так называемый «налоговый мотив». Эффектом заключения сделки при таких условиях является снижение суммы налогов. Компании, которые получают большие суммы прибыли и несут высокую налоговую нагрузку, приобретают компании, у которых есть налоговые льготы, и эти льготы смогут быть использованы объединенной компанией. В качестве примера можно привести компанию Pfizer, которая в ноябре 2015 года объявила о приобретении Allergan, Plc за \$ 160 млрд. Тем не менее, эта сделка была отменена в апреле 2016 года в связи с новыми правилами налоговой инверсии в США [21]. Если бы эта сделка была завершена, это было бы самым крупным поглощением в этой отрасли.

Географическая экспансия, как мотив сделок M&A, также может обеспечить фармацевтическим компаниям рост в глобальном масштабе, расширять их присутствие во всех или в некоторых регионах мира, формировать научные альянсы.

Все рассмотренные выше мотивы являются важными стимулами для заключения сделки слияния/поглощения компаний фармацевтической индустрии.

Рост и развитие фармацевтических компаний посредством слияний и поглощений могут иметь различные цели, которые, вместо того, чтобы дать положительный эффект, могут иметь неблагоприятные последствия как для бизнеса, так и для общества. Некоторые сделки слияний и поглощений ограничивают конкуренцию и нацелены на сокращение числа конкурентов, пытаясь таким образом доминировать на рынке и навязывать, без особых ограничений, повышение цен, что, безусловно, имеет серьезные социальные последствия. Сделки M&A могут также привести к увеличению затрат, хотя целью было их сокращение. Таким образом, любое слияние или поглощение требует глубокого анализа и осмысление всех возможных стратегий дальнейшего развития компании в постинтеграционный период.

### **Выводы**

Анализ вышеприведенных мотивов показывает, что все они направлены на достижение синергетического эффекта. Мотивация заключения сделок M&A может быть предметом как наступательных, так и оборонительных действий.

В целом, слияния и поглощения компаний являются важным механизмом роста и повышения конкурентоспособности компаний на фармацевтическом рынке за счет:

- a) экспансии, консолидации и расширения бизнеса;
- b) синергетического эффекта;
- c) диверсификации и/или заполнения портфеля новыми разработками, лекарственными препаратами, инновациями;
- d) снижения рисков;
- e) получения доступа к государственным заказам в условиях роста расходов государств на эти цели.

### **Литература:**

1. DANZON, Patricia M., EPSTEIN, Andrew, NICHOLSON, Sean. 2007. *Mergers and acquisitions in the pharmaceutical and biotech industries*. Managerial and Decision Economics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 28(4-5), pages 307-328// <http://www.nber.org/papers/w10536> (дата обращения: 14.06.2016).

2. GRABOWSKI, H. and MARGARET, K. *Mergers and alliances in pharmaceuticals: effects on innovation and R&D productivity* // <http://www.elgaronline.com/view/9781847207159.00016.xml> (дата обращения: 19.05.2016).
3. САВЧУК, С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений. В: *Менеджмент в России и за рубежом*, 2002, №5, с.34-41.
4. РАДЫГИН, А.Д., ЭНТОВ, Р.М. *Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе*. Москва: ИЭПП, 2002. 153 с.
5. CHATTERJEE, S. Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms, *Strategic In: Management Journal*, 1986, vol.7, no2, p.119-139.
6. ELGERS, P.T., CLARK, J.J. Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence. In: *Financial Management*, 1980, vol.9, no.2, p.66-72.
7. SHAHRUR, HUSAYN K. Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers. In: *Journal of Financial Economics* (JFE), 2005, vol.76, p.61-98, Available at SSRN // [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=692741](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=692741) (дата обращения: 04.06.2016).
8. GAUGHAN, P.A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Fifth Edition. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey: Hoboken, 2011.
9. TRAUTWEIN, F. Merger motives and merger prescriptions. In: *Strategic Management Journal*, 1990, vol.11, no.4, p.283-295.
10. ANDRADE, Gregor, STAFFORD, Erik. Investigating the economic role of mergers. In: *Journal of Corporate Finance*, 2004, no10, p.1-36 // <https://www.elsevier.com/social-sciences/economics-and-finance> (дата обращения: 04.03.2016).
11. Hui-Ko-Chen et al. *A Theory of Mergers and Acquisitions: Synergy, Private Benefits, or Hubris Hypothesis*// <http://gebr.nccu.edu.tw/proceedings/APDSI/2013/proc/P130215004.pdf> (дата обращения: 14.06.2016).
12. KITCHING, J. Why do mergers miscarry? In: *Harvard Business Review*, 1967, p.84-101.
13. CHILD, J., FAULKNER, D, PITKETHLY, R. *The Management of International Acquisitions*. New York: Oxford University Press Inc., 2001.
14. MAHONEY, J.T. The Choice of Organizational Form: Vertical Financial Ownership Versus Other Methods of Vertical. Integration. In: *Strategic Management Journal*, 1992, vol.13, p.559-584.
15. AGRAWAL, A., JAFFE, J.F., MANDELKER, G.N. The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. In: *Journal of Finance*, 1992, vol.47, p.1605-1621.
16. <http://financial.thomsonreuters.com/en/markets-industries/investment-banking-financial-advisory/mergers-and-acquisitions.html> (дата обращения: 12.06.2016).
17. ВЛАДИМИРОВА, И.Г. Слияния и поглощения компаний. В: *Менеджмент в России и за рубежом*, 2002, № 1. <http://www.cfin.ru/press/management/2002-1/02.shtml> (дата обращения: 19.06.2016).
18. RAVENSCRAFT, D.J., LONG, W.F. *Paths to Creating Value in Pharmaceutical Mergers*. <http://www.nber.org/chapters/c8653.pdf> (дата обращения: 10.04.2016).
19. LARSSON, R. *Synergy Realization in Mergers and Acquisitions: A Competence and Motivational Approach*. Chapter 8:183-202.
20. LARSSON, R. and FINKELSTEIN, S. Integrating Strategic, Organizational and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey for Synergy Realization. In: *Organizational Science*, 1999, vol.10, no1, p.1-26.
21. *The Pharmaceutical Industry in Figures*. Key Data 2010 Edition. EFPIA, p.7. [www.efpia.eu](http://www.efpia.eu) (дата обращения: 22.06.2016).
22. HIGGINS, M.J. and RODRIGUEZ, D. The Outsourcing of R&D through Acquisition in the Pharmaceutical Industry. In: *Journal of Financial Economics*, 2006, vol.80, Available at SSRN // [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=921930](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=921930) (дата обращения: 14.06.2016).
23. DiMasi, J.A., PAQUETTE, C. The economics of follow-on drug research and development: trends in entry rates and the timing of development. In: *Pharmacoeconomics*, 2004, 22 (Suppl 2), p.1-14.
24. <http://publications.centerwatch.com/digitaleditions.aspx?tab=0&pid=240373c9-fcea-4395-8b45-a2afa647ff5a> (дата обращения: 10.06.2016).
25. GORTON, G., KAHL, M., ROSEN, R.J. Eat or be eaten: A theory of mergers and firm size. In: *Journal of Finance*, 2009, vol.64, p.1291-1329.
26. MASULIS, R.W. and SIMSIR, S.A. *Deal Initiation in Mergers and Acquisitions* (May 20, 2015). ECGI - Finance Working Paper No. #371; FIRN Research Paper. Available at SRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2297817](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2297817) (дата обращения: 09.03.2016).

Prezentat la 05.08.2016