

## 3.2. ВЛИЯНИЕ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ НА ЦЕНЫ АКЦИЙ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

Володин С.Н., к.э.н., доцент, Департамент финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва;  
Зуева Е.С., сотрудник, отдел маркетинга, снс, компания Sanofi, г. Москва

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

Статья посвящена изучению влияния сделок слияния и поглощения на цены акций фармацевтических компаний. Можно отметить, что к данной тематике в последнее время наблюдается увеличивающийся интерес, в том числе связанный с бурным развитием фармацевтического сектора и произошедших кардинальных изменений в связи с проведением ряда стратегических соглашений фармацевтическими предприятиями. Полученные в работе выводы помогают пролить свет на неизученные ранее особенности влияния таких соглашений на ценообразование акций компаний фармацевтического сектора.

В работе дается общая характеристика сделок слияния и поглощения, заключенных на американском рынке, и проводится обзор фармацевтической индустрии в целом. Посредством метода событийного анализа исследуются избыточные реакции цен и объемов торгов, образующиеся в результате сделок по слиянию и поглощению. Полученные результаты позволили сформировать общие выводы о реакции инвесторов на стратегические соглашения фармацевтических предприятий.

### ВВЕДЕНИЕ

Фармацевтическая отрасль, специализация которой заключается в разработке, производстве и распространении лекарственных средств, имеет значительные масштабы и включает в себя химическую и биотехнологическую промышленности. С 1960-х гг. индустрия демонстрирует высокие темпы роста, драйверами которого стали улучшение уровня жизни, тенденция к старению населения, распространение новых заболеваний, а так же снижение эффективности многих препаратов [7, с. 207]. Выручка производителей увеличилась за счет патентов на новые технологии и формулы.

Значительная часть заработанных денег непрерывно вкладывается производителями в разработки: добавление в портфель одной формулы обходится фармацевтическим компаниям более чем в 1 млрд. долл., а ограничение патентной защиты на молекулы вынуждает их одновременно вести большое количество параллельных проектов, из которых менее 12% успешно проходят клинические испытания [28]. За последние годы фармацевтические компании столкнулись с сокращением выручки, что связано прежде всего с ростом затрат на исследования и параллельной тенденцией к падению средней продолжительности продаж препаратов на рынке [6, с. 246].

Как это наблюдается и в других секторах бизнеса, фармацевтические компании активно участвуют в сделках слияния и поглощения (mergers and acquisitions, **M&A**). При этом динамика рыночных цен акций активно влияет на траекторию развития фармацевтических предприятий, как результат – воздействие на них соглашений **M&A** представляет немалый интерес для исследователей и инвесторов. Поэтому целью данной работы является оценка основных тенденций, характеризующих данный процесс. Ввиду наличия значительного количества участников, а также доступности данных о стоимости ценных бумаг и объемах торгов, исследование было проведено на эмпирических результатах сделок компаний, акции и депози-

тарные расписки которых котируются на американском фондовом рынке.

Актуальность проведения исследования подчеркивает тот факт, что последнее десятилетие (2006-2016 гг.) недостаточно освещено в научной литературе. Тем не менее, именно оно кардинальным образом изменило расстановку сил в фармацевтической индустрии. Произошел значительный рост количества и стоимости стратегических соглашений между компаниями [32]. В основных работах была дана некоторая характеристика только относительно динамики цен, но не объемов торгов – показателя, который весьма важно рассмотреть при отсутствии предпосылки о рыночной эффективности [4, с. 950]. Данное обстоятельство также предполагается решить в рамках представленного исследования.

### Слияния и поглощения как стратегические действия менеджмента фармацевтических компаний

Фармацевтическая индустрия динамично развивается на протяжении последних десятилетий: масштабы производства лекарственных препаратов, а также размеры прибыли, привлекают новых инвесторов. Среди особенностей рынка фармацевтических препаратов в последние годы выделяются:

- высокая стоимость исследований и разработок [29];
- снижение продуктивности исследований и разработок (research and development, **R&D**) [30];
- окончание патентной защиты у многих препаратов-блокбастеров (ключевых лекарств в портфелях фармацевтических компаний);
- повышение конкурентоспособности препаратов-дженериков (лекарственных средств, в которых повторяется молекула, разработанная компанией-патентообладателем);
- долгий и трудоемкий процесс регистрации препаратов в странах-импортерах.

Активность заключения стратегических сделок за последние десятилетия привела к консолидации отрасли, в которой многие компании-гиганты являются следствием слияния нескольких небольших предприятий. Слияния и поглощения снижают накладные расходы и помогают решить проблему портфеля новых исследований, истечения срока патентной защиты [26, с. 104]. В то же время в ряде работ (например, Ornaghi [23, с. 78] и др.) было показано негативное воздействие стратегических сделок на ключевую для фармацевтических компаний деятельность – **R&D**. Так, около двух третей сделок **M&A** не оправдывает надежд инвесторов [12, с. 9].

В то же время менеджмент, принимающий решение о необходимости участия компании в сделке **M&A**, надеется решить имеющиеся внутренние и внешние проблемы компании. К ожидаемым позитивным эффектам от таких соглашений обычно относятся:

- повышение конкурентоспособности компании;
- доступ к иностранным рынкам;
- получение разработок в условиях недостаточной эффективности внутренних исследований [31];
- синергетический эффект.

Можно отметить, что с точки зрения рыночной динамики компания-покупатель выигрывает в случае, если ее ценные бумаги растут в стоимости и имеют более высокую ликвидность после приобретения новой части бизнеса. Для того чтобы устоявшиеся фармацевтические фирмы развивались со скоро-

стью технологического прогресса, им приходится инвестировать во внешнюю поддержку разработок, в человеческий капитал, в стратегические объединения или в поглощения новых инновационных предприятий [10, с. 398]. Изучению эффективности данных процессов был посвящен ряд научных работ. Например, Hassan et al. [11, с. 74] установили общие тенденции изменения благосостояния владельцев акций фармкомпаний в 1981-2004 гг. Аномальная доходность в краткосрочном периоде анализировалась с помощью построения трехфакторной модели Фамы–Френча с оценочным окном [-281; -30]. Статистически значимой оказалась положительная **CAR** для поглощений в краткосрочном [-1; 1] периоде, в то время как в среднесрочном и долгосрочном она была незначима на 10%-м и 5%-м уровне  $t$ -статистики.

В исследовании [24, с. 100] была дана характеристика кумулятивной избыточной доходности по выборке из 127 сделок крупнее 1 млрд. долл., заключенных в фармацевтической индустрии с 1998 по 2011 гг. Результаты показали, что в среднем для пяти различных окон событий наблюдается отрицательная избыточная доходность. Выводы подтвердились расчетами **ROA** и **ROE** компаний-покупателей за последующие периоды.

Рыночная модель использовалась для анализа избыточной доходности с периодом оценки 250 дней и в исследовании Kirchhoff et al. [16, с. 27]. В выборку попало 104 соглашения с номинальной суммой транзакции более 10 млн. долл. условием передачи компании-покупателю минимум 50% поглощаемой фирмы. Отрицательная избыточная доходность по выборке оказалась статистически значима для большинства окон на уровнях 5% или 1% [-10; 10], [-20; +20] и [-20; 0].

Как показал проведенный анализ, исследователи зачастую приходят к разным выводам о характере влияния сделок слияния и поглощения в фармацевтической индустрии. Таким образом, пока не существует единого мнения об эффективности участия производителей лекарственных средств в стратегических соглашениях, что подчеркивает актуальность дальнейших исследований в данном направлении.

### Методология исследования аномальной доходности и аномальных торговых объемов для компаний фармацевтического сектора

Существует несколько общепризнанных подходов к анализу сделок по слиянию и поглощению.

1. Исследование накопленной избыточной доходности (event study analysis).
2. Изучение финансовой отчетности (accounting analysis).
3. Отзывы руководителей компаний-участников (survey of executives).
4. Подробный анализ конкретных сделок (case study).

Для анализа реакции фондового рынка на анонсирование сделок **M&A** фармацевтическими компаниями многие исследователи используют метод накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal return, **CAR**) обыкновенных акций компаний-приобретателей. В представленном исследовании было ре-

шено не отказываться от общей практики и остановиться на нем, дополнив методологию за счет анализа избыточных объемов торгов (cumulative abnormal trading volume, **CATV**).

Фундаментальной работой в данном направлении можно считать Fama et al. [9, с. 3], которую развивали последующие исследователи: Brown and Warner [8, с. 21], Peterson [23, p. 207] и др. Предположение, что благосостояние акционеров напрямую зависит от котировок и ликвидности ценных бумаг, оправдано в случае адекватной и оперативной реакции рынка на событие. Эффект важен для текущих инвесторов компаний-приобретателей, а так и игроков рынка, которые зарабатывают на спекулятивных операциях. Событийный анализ включает в себя ретроспективное исследование динамика объемов торгов и котировок ценных бумаг, а также их поведение после заключения сделки. Последовательность вычисления кумулятивной избыточной доходности также подробно рассмотрена в работах MacKinlay [18, с. 15] и Weston et al. [26, с. 32].

Дополнение традиционной методологии анализом избыточных объемов торгов можно считать весьма важным. Согласно Miller [20, с. 1153] и Mayshar [19, с. 124], значительные объемы торгов приводят к росту стоимости обыкновенных акций. Bernardo and Judd [25] заключили, что несклонность инвесторов к риску приводит к тому, что резкое увеличение ликвидности убеждает потенциальных покупателей в наличии прибыли будущих периодов. Таким образом, тенденции, наблюдаемые в объемах торгов, позволяют точнее охарактеризовать эффекты влияния исследуемых соглашений на рыночную динамику.

Выбранный период данных составил 2006-2016 гг. Согласно данным терминалов IQ Capital и Thomson Reuters, за этот период в секторе Healthcare было завершено 502 сделки, каждая из которых обошлась компаниям-покупателям более чем в 1 млрд. долл. Номинальная граница позволила включить в выборку только крупные стратегические соглашения, которые были значимы для рынка.

Большую долю покупателей в исследуемой выборке составили частные инвестиционные фонды и непрофильные для отрасли предприятия. 164 сделки были инициированы фармацевтическими компаниями, для которых основным направлением бизнеса на момент совершения операции была разработка и производство лекарственных препаратов. Из первичной выборки 115 соглашений осуществили предприятия, обыкновенные акции и депозитарные расписки которых обращались на американском фондовом рынке. Для оценки ожидаемой доходности и объемов торгов был использован отраслевой Dow Jones U.S. Pharmaceuticals Index.

Для анализа аномальной доходности в исследовательской практике используются различные диапазоны: оценочный интервал варьируется от [-480; -361] в работе Jain and Prem [13, с. 216] до [-135; -16] в исследовании Погожевой [3, с. 40]. Окно событий может быть длинным ( $\pm 120$  дней с момента совершения сделки) или коротким (рассматривается промежуток  $\pm 1$  день), Mulherin and Boone [21, с. 134]. Выбор длин-

ного окна расширяет выборку и приближает распределение к нормальному, но для больших промежутков характерно наличие «шумов» – новостей, которые могут влиять на котировки и объемы, смещая статистическую выборку. Согласно исследованию MacKinlay [18, с. 37], в качестве оценочного окна чаще всего используется период 120 дней до окна событий. Так как компании, попавшие в выборку, работают на развитых рынках капитала, представляют стабильную индустрию и их ценные бумаги не обладают сильной волатильностью, целесообразно было бы использовать именно такой диапазон. Для оценки акций фармацевтических компаний будет использован промежуток в ±10 дней от совершения сделки.

В работе будет использована рыночная модель для поиска линейной зависимости между доходностью фондового индекса Dow Jones U.S. Pharmaceuticals Index и акций компаний, попавших в выборку. Ожидаемая доходность будет сравниваться с реальной в пределах окна событий, а разницы между ними учитываться как избыточная доходность. В качестве нулевой гипотезы (*H0*) выбрано равенство аномальной доходности и аномальных объемов нулю: сделки не оказывают значительного влияния на среднюю доходность компаний в период окна событий (аналогично Kothari et al. [17, с. 32]). Альтернативной гипотезой (*H1*) будет отличающаяся от нуля аномальная доходность (аномальные объемы).

Для каждой сделки определяется избыточная доходность в пределах событийного окна. В результате рассчитывается средняя аномальная доходность (Average Abnormal Return, *AAR*) для каждого дня окна событий. Далее определяется кумулятивная избыточная доходность по всем компаниям в окне событий с первого дня до последнего. Аналогичные расчеты производятся для торговых объемов. По результатам анализа эмпирических данных также устанавливаются значения *AATV* (average abnormal trading volume, средний аномальный объем торгов) и *CAATV* (cumulative average abnormal trading volume, кумулятивный средний аномальный объем торгов).

Распределение избыточных доходностей и объемов по 115 сделкам в течение 21 дня окна событий было протестировано с помощью доверительных интервалов с заданными уровнями значимости. Для проверки распределения избыточных доходностей и объемов применялся тест Жака-Бера.

### Результаты расчетов и их интерпретация

Анализ показал, что гипотеза о нормальном распределении доходностей не отвергается на уровне значимости 5% для -9 и 5 дней выборки. Для остальных дней нельзя утверждать, что доходности имеют распределение Гаусса. Это может быть связано с разной чувствительностью бумаг компаний к реакции рынка, неравномерностью поступления информации, часто неоправданными ожиданиями инвесторов, а также специфическими особенностями конкретных соглашений. Ненормальность распределения избыточной доходности ценных бумаг исследована в работе Перцовского [2, с. 45], в которой доказано существование лептокуртозности: толстые хвосты рас-

пределения говорят, что при таком распределении риск больших потерь или нулевой доходности значительно выше, чем при нормальном. Построение рыночной модели и расчеты *AAR* и *CAAR* показали, что для 9 дней из 21 в окне событий не принимается гипотеза *H0* (табл. 1). Результаты значимы на уровне 10%. При проверке -4 и 0 дня событийного окна основная гипотеза отвергается на уровне значимости 5%. Полученные результаты свидетельствуют о том, что в среднем инвесторы не имеют единого мнения о реакции рынка на анонсирование стратегической сделки, и стандартная сделка не повышает благосостояние держателя ценной бумаги.

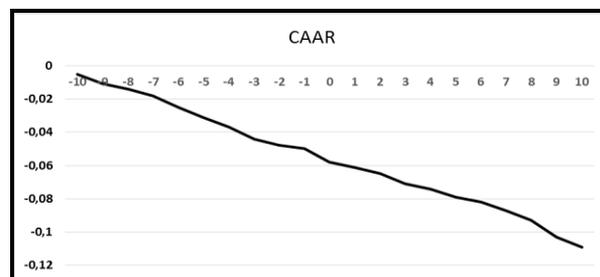


Рис.1. Кумулятивная средняя избыточная доходность

Таблица 1

### ЗНАЧЕНИЯ АНОМАЛЬНОЙ ДОХОДНОСТИ

День выборки	AAR	CAAR	P-value	T-statistics	10%	5%	1%
-10	-0,005	-0,005	0,128	-1,532	-	-	-
-9	-0,006	-0,011	0,079	-1,775	+	-	-
-8	-0,003	-0,014	0,286	-1,072	-	-	-
-7	-0,004	-0,018	0,266	-1,117	-	-	-
-6	-0,007	-0,025	0,074	-1,804	+	-	-
-5	-0,006	-0,031	0,066	-1,853	+	-	-
-4	-0,007	-0,037	0,044	-2,032	+	+	-
-3	-0,006	-0,044	0,078	-1,779	+	-	-
-2	-0,005	-0,048	0,167	-1,391	-	-	-
-1	-0,002	-0,05	0,505	-0,669	+	-	-
0	-0,008	-0,058	0,029	-2,217	+	+	-
1	-0,003	-0,061	0,435	-0,783	-	-	-
2	-0,004	-0,065	0,263	-1,125	-	-	-
3	-0,006	-0,071	0,065	-1,861	+	-	-
4	-0,003	-0,074	0,332	-0,975	-	-	-
5	-0,004	-0,079	0,177	-1,36	-	-	-
6	-0,003	-0,082	0,295	-1,052	-	-	-
7	-0,005	-0,087	0,118	-1,573	-	-	-
8	-0,006	-0,093	0,104	-1,637	-	-	-
9	-0,01	-0,103	0,147	-1,46	-	-	-
10	-0,006	-0,109	0,072	-1,815	+	-	-

Значимость отклонений доходности от нуля более характерна для периода до заключения сделки (рис. 1), что может быть свидетельством появления информации у рыночных агентов до официального анонсирования. Отрицательная кумулятивная избыточная доходность наблюдается в течение всего окна событий. Средняя избыточная доходность в результате сделок выборки не положительна для периода, что свидетельствует о неэффективности сделок *M&A* для фармацевтических компаний. Распределение из-

быточных объемов торгов существенно отличается от наблюдаемого для доходности ценных бумаг (табл. 2).

Таблица 2

### ЗНАЧЕНИЯ АНОМАЛЬНЫХ ОБЪЕМОВ ТОРГОВ (В ДЕНЕЖНОМ ВЫРАЖЕНИИ)

День вы-борки	AATV	CAATV	P-Value	T-statistics	10%	5%	1%
-10	0,012	0,012	0,81	0,241	-	-	-
-9	0,215	0,227	0,754	0,315	-	-	-
-8	0,03	0,257	0,648	0,458	-	-	-
-7	0,023	0,28	0,793	0,263	-	-	-
-6	0,055	0,335	0,642	0,466	-	-	-
-5	-0,03	0,305	0,617	-0,501	-	-	-
-4	0,085	0,39	0,629	0,485	-	-	-
-3	-0,057	0,333	0,16	-1,413	-	-	-
-2	-0,019	0,314	0,839	-0,203	-	-	-
-1	0,07	0,384	0,745	0,325	-	-	-
0	2,557	2,941	0,356	0,927	-	-	-
1	-0,187	2,755	0,03	-2,201	+	+	-
2	-0,079	2,675	0,341	-0,957	-	-	-
3	-0,117	2,558	0,011	-2,593	+	+	-
4	0,04	2,599	0,727	0,351	-	-	-
5	-0,041	2,558	0,555	-0,591	-	-	-
6	-0,166	2,391	0	-8,12	+	+	+
7	-0,021	2,371	0,59	-0,54	-	-	-
8	-0,072	2,298	0,09	-1,709	+	-	-
9	-0,168	2,13	0	-6,214	+	+	+
10	0,005	2,136	0,803	0,25	-	-	-

Интересным эффектом оказалось то, что в день 0 средние избыточные объемы достигают 257,6%. Кумулятивные избыточные объемы торгов положительны для всех дней выборки. На уровне значимости 10% гипотеза об отсутствии избыточной доходности отвергается для 5 дней из 10 после даты анонсирования сделок. В дни 1, 3, 6, 9 принимается альтернативная гипотеза на уровне 5%, а 6 и 9 – также на 1%. С другой стороны, до даты объявления о соглашении *M&A* в 9% случаев наблюдаются значительные отклонения от ожидаемых объемов торгов на 100% и более (рис. 2). Это может свидетельствовать о наличии инсайдерских сделок, что также было показано в работе Jonathan [14, с. 1085].

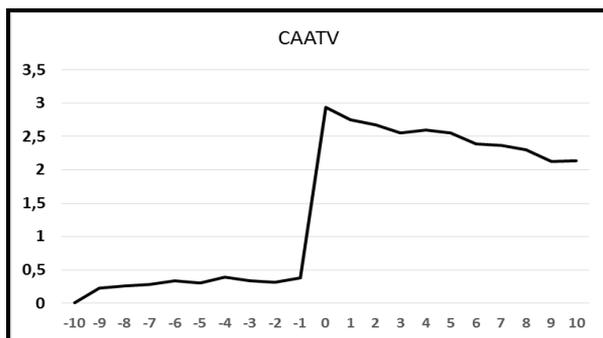


Рис. 2. Кумулятивные средние объемы торгов

Очевидно, что существует позитивная зависимость между повышением объемов торгов и последующим появлением новой информации на рынке, которая воздействует на реакцию котировок. Это отражается в росте кумулятивных средних объемов торгов с

начала событийного окна до дня официального появления новости о предстоящем стратегическом соглашении. Наличие эффекта роста *AV* до дня анонсирования сделки согласуется, в частности, с работой Keon and Pinkerton [15, с. 863].

Полученные результаты показали, что волатильность объемов значительно выше волатильности котировок. Это частично объясняется тем, что рынок не сразу реагирует на изменение спроса и предложения. В 10 сделках из 115 объемов торгов в день совершения сделки превысили расчетный показатель более чем в 10 раз. При этом, часть из них была исключена из выборки как выбросы по правилу трех сигм. Кумулятивные избыточные торговые объемы были положительны в пределах всего событийного окна. Наиболее резко *CAATV* возрасла в день анонсирования слияния или поглощения. Чиркова и Агамян [1, с. 419] также пришли к выводу о положительных значениях *CAR* и *CATV* до даты заключения соглашений как результата возможной инсайдерской торговли. В представленном исследовании *CAAR* отрицательна для всех дней выборки, а кумулятивные средние объемы растут до дня анонсирования сделки. Поэтому можно сделать вывод, что традиционная ставка игроков рынка на рост котировок при заключении стратегических соглашений в фармацевтической индустрии является не обоснованной.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В работе был проведен анализ влияния сделок слияния и поглощения на объемы торгов и котировки обыкновенных акций фармацевтических компаний, а также рассмотрена результативность стратегических соглашений для компаний-участников. Важными особенностями исследования является использование данных за последнее десятилетие, что позволило актуализировать имеющуюся эмпирическую информацию, а также изучение тенденций изменения торговых объемов.

В ходе исследования было выдвинуто предположение об отсутствии реакции рынка на анонсирование стратегических объединений фармацевтических предприятий. По результатам однофакторного регрессионного анализа была выявлена резкая реакция торговых объемов на совершение сделок слияния и поглощения. Объемы сильно отклонялись от ожидаемых величин, в том числе за несколько дней до даты официального появления новостей, что показывает частое вмешательство инсайдеров в процесс интеграции предприятий. Несмотря на положительные кумулятивные объемы торгов и наличие исследований о прямой зависимости между ростом продаж ценных бумаг и их волатильностью, а значит и котировками, в течение 21 дня окна событий средняя аномальная доходность была отрицательной, хотя значения не превышали в среднем -1% для выборки из 115 наблюдений. Зависимость от условий конкретного соглашения наиболее ярко демонстрируется более чем двадцатикратным превышением избыточных торгов обыкновенных акций над ожидаемыми в нескольких слияниях и поглощениях.

Таким образом, в работе была дана общая характеристика рыночных эффектов сделок слияния и поглощения в фармацевтической индустрии. Полученные результаты могут быть полезны частным и корпоративным инвесторам, ориентирующимся на данный сектор, а также представителям самих фармацевтических организаций и андеррайтерам, для более точной оценки возможных эффектов проведения подобных сделок.

## Литература

1. Агамян Г.Р. Инсайдерская торговля на российском фондовом рынке перед объявлением о сделках по

- слияниям и поглощениям [Текст] / Г.Р. Агамян, Е.В. Чиркова // Экон. ж-л Высшей школы экономики. – 2015. – Т. 19; №3. – С. 395-422.
2. Перцовский О.Е. Моделирование валютных рынков на основе процессов с длинной памятью [Текст] / О.Е. Перцовский; Гос. ун-т – Высшая школа экономики. – М.: ГУ ВШЭ, 2004. – 51 с.
  3. Погожева А.А. Использование событийного анализа для оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам [Текст] / А.А. Погожева // Корпоративные финансы. – 2013. – №2. – С. 35-49.
  4. Bajo E. The information content of abnormal trading volume: an analysis of Italian stock market [Text] / E. Bajo // J. of business finance & accounting. – 2010. – Vol. 37; iss. 7-8. – Pp. 950-978.
  5. Bernardo A. Volume and price formation in an asset trading model with asymmetric information [Text] / A. Bernardo, K.L. Judd // Finance. – 1996. – Pp. 1-25.
  6. Berndt E. et al. Decline in economic returns from new drugs raises questions about sustaining innovations [Text] / E. Berndt, D. Nass, M. Kleinrock, M. Aitken // Health affairs. – 2015. – Vol. 34; no. 2. – Pp. 245-252.
  7. Bradfield R. Four scenarios for the future of the pharmaceutical industry [Text] / R. Bradfield, H. El-Sayed // Technology analysis & strategic management. – 2009. – Vol. 21; no. 2. – Pp. 195-212.
  8. Brown S.J. Measuring security price performance [Text] / S.J. Brown, J.B. Warner // The j. of financial economics. – 1980. – No. 8. – Pp. 205-256.
  9. Fama E. et al. The adjustment of stock prices to new information [Text] / E. Fama, L. Fisher, M. Jensen, R. Roll // International economic review. – 1969. – No. 10.
  10. Grigoriou K. Organizing for knowledge generation: internal knowledge networks and the contingent effect of external knowledge sourcing [Text] / K. Grigoriou, F. Rothaermel // Strategic management j. – 2017. – No. 38. – Pp. 395-414.
  11. Hassan M. et al. Do mergers and acquisitions create shareholder wealth in the pharmaceutical industry? [Text] / M. Hassan, D.K. Patro, H. Tuckman, X. Wang // International j. of pharmaceutical and healthcare marketing. – 2007. – Vol. 1; iss. 1. – Pp. 58-78.
  12. Hornke M.R. Mergers & acquisitions (M&A) in the pharmaceutical and chemical industries: a lighthouse in choppy waters [Text] / M.R. Hornke // J. of business chemistry. – 2009. – No. 6. – Pp. 7-9.
  13. Prem J.C. The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth [Text] / J.C. Prem // The j. of finance. – 1985. – No. 40.1. – Pp. 209-224.
  14. Jonathan M. Theory of trading volume [Text] / M. Jonathan, A. Karpoff // The j. of finance. – 1986. – Vol. 41; no. 5. – Pp. 1069-1087.
  15. Keon A. Announcements and Insider trading activity: an empirical investigation [Text] / A. Keon, J. Pinkerton // The j. of finance. – 1981. – Vol. 36; no. 4. – Pp. 855-869.
  16. Kirchhoff M. Determinants of M&A success in the pharmaceutical and biotechnological industry [Text] / M. Kirchhoff, D. Schiereck // IUP j. of business strategy. – 2011. – Vol. 8; no. 1. – Pp. 25-50.
  17. Kothari S.P. The econometrics of event studies [Text] / S.P. Kothari, J.B. Warner // SSRN electronic j. 1. – 2004. – Vol. 1. – Pp. 3-36.
  18. MacKinlay C.A. Event studies in economics and finance [Text] / C.A. MacKinlay // J. of economic literature. – 1997. – Vol. 35; no. 1. – Pp. 13-39.
  19. Mayshar J. On divergence of opinion and imperfections in capital markets [Text] / J. Mayshar // American economic review. – 1983. – No. 73. – Pp. 114-128.
  20. Miller E.M. Risk, uncertainty and divergence of opinion [Text] / E.M. Miller // The j. of finance. – 1977. – Vol. 32; no. 4. – Pp. 1151-1168.
  21. Mulherin J.H. Comparing acquisitions and divestitures [Text] / J.H. Mulherin, A.L. Boone // J. of corporate finance. – 2000. – Vol. 6; no. 2. – Pp. 117-139.
  22. Ornaghi C. Mergers and innovation in big pharma [Text] / C. Ornaghi // International j. of industrial organization. – 2009. – No. 27. – Pp. 70-79.
  23. Peterson W. Rates of return on capital: an international comparison [Text] / W. Peterson // Kyklos. – 1989. – Vol. 42; no. 2. – Pp. 203-217.
  24. Raciborski M. The impact of takeovers on the acquiring firms in the pharmaceutical market [Text] / M. Raciborski // J. of competitiveness. – 2017. – No. 8.1. – Pp. 89-102.
  25. Rossi M. et al. Biotechnological mergers and acquisitions: features, trends and new dynamics [Text] / M. Rossi, A. Thrassou, D. Vrontis // J. of research in marketing and entrepreneurship. – 2015. – Vol. 17; no. 1. – Pp. 91-109.
  26. Weston F.J. et al. Takeovers, restructuring and corporate governance [Text] / F.J. Weston, J.A. Siu, B.A. Johnson. – 3rd ed. upper saddle river. – NJ: Pearson Prentice Hall, 2001.
  27. BioPharma dealmakers [Electronic resource]. URL: <https://biopharmadealmakers.nature.com/users/9880-biopharma-dealmakers/posts/13880-trends-in-pharmaceutical-mergers-and-acquisitions>.
  28. Forbes [Electronic resource]. URL: <https://www.forbes.com/sites/matthewherper/2013/08/11/the-cost-of-inventing-a-new-drug-98-companies-ranked/#5ece38be2f08>.
  29. National center for biotechnology information [Electronic resource]. URL: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC534578>.
  30. Phrma [Electronic resource]. URL: [http://phrma-docs-phrma.org/sites/default/files/pdf/rd\\_brochure\\_022307](http://phrma-docs-phrma.org/sites/default/files/pdf/rd_brochure_022307).
  31. The economist [Electronic resource]. URL: <http://www.economist.com/news/business/21632676-why-constant-dealmaking-among-drugmakers-inevitable-invent-it-swap-it-or-buy-it>.

### Ключевые слова

Слияния и поглощения; фармацевтическая индустрия; рыночные эффекты; избыточная доходность.

*Володин Сергей Николаевич*

*Зуева Екатерина Сергеевна*

### РЕЦЕНЗИЯ

Статья С.Н. Володина и Е.С. Зуевой посвящена анализу интересной для рыночных агентов темы – ценовым эффектам проведения сделок слияний и поглощений. Следует отметить, что выбранная для анализа отрасль делает результаты работы еще более востребованными, поскольку фармацевтическая индустрия является сегодня одним из наиболее динамично развивающихся сегментов. В работе авторами дается общий обзор мировой фармацевтической отрасли и рассматривается специфика стратегических соглашений фармацевтических предприятий. Представленное авторами исследование аномальной доходности и аномальных объемов торгов для компаний фармацевтического сектора позволило оценить основные реакции цен данных компаний, а также определить избыточные объемы торгов за десять дней до и после сделки. Для этого авторами была использована рыночная модель, а также подсчитана статистическая значимость полученных результатов. Необычные эффекты, выявленные в работе, позволили раскрыть общую картину реакции рынка на такого рода сделки. Данные результаты могут быть полезны частным и корпоративным трейдерам, а также портфельным управляющим, которые ориентируются на компании данного сектора и используют событийные стратегии в инвестиционной деятельности. Использование авторами широкой выборки данных за последнее десятилетие, а также расчет необходимых статистических тестов делает полученные выводы надежными и обоснованными. Представленная статья может быть рекомендована к публикации.

*Берзон Н.И., д.э.н., профессор Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Москва.*

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

