

АДАПТАЦИЯ СОВРЕМЕННЫХ ТЕОРИЙ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ К ПРОЦЕССАМ СТРУКТУРНЫХ ПРЕОБРАЗОВАНИЙ ОБОРОННО-ПРОМЫШЛЕННОГО КОМПЛЕКСА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Лысенко Владимир Владимирович

аспирант кафедры математических методов анализа экономик
ФГБОУ ВО «МГУ им. М.В. Ломоносова»,
г. Москва, Российская Федерация.
E-mail: vlysenko@cniicentr.ru

519.862.5

АДАПТАЦИЯ СОВРЕМЕННЫХ ТЕОРИЙ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ К ПРОЦЕССАМ СТРУКТУРНЫХ ПРЕОБРАЗОВАНИЙ ОБОРОННО-ПРОМЫШЛЕННОГО КОМПЛЕКСА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Аннотация: В данной статье проводится анализ системных аспектов структурных сдвигов в оборонно-промышленном комплексе Российской Федерации. В мировой практике основными теориями, объясняющими структурные изменения в промышленности, являются бихевиористская и неоклассическая теории. Следствия данных теорий, характерные для саморегулируемых рыночных систем, могут быть использованы для решения проблем структурных преобразований в ОПК. Представляется, что в текущую систему распределения прав собственности на активы ОПК, основанную на централизованном управлении, должны включаться механизмы, заменяющие аналогичные рыночные. Это позволит повысить общую резистентность системы хозяйствования ОПК к внешним шокам и повысить скорость обмена информацией между управляющими органами и хозяйственными структурами.

Ключевые слова: структурные сдвиги, неоклассика, бихевиоризм, оборонно-промышленный комплекс.

ADAPTATION OF MODERN THEORIES OF MERGES AND ABSORPTION TO PROCESSES OF STRUCTURAL TRANSFORMATIONS OF DEFENSE INDUSTRY COMPLEX OF THE RUSSIAN FEDERATION

Abstract: In this article the analysis of system aspects of structural shifts in defense industry complex of the Russian Federation is carried out. In world practice the main theories explaining structural changes in the industry are behaviouristic and neoclassical theories. The investigations of these theories characteristic of self-regulating market systems can be used for the solution of problems of structural transformations to OPK. It is represented that the current system of distribution of the property rights to OPK assets based on the centralized management has to turn on the mechanisms replacing similar market. It will allow to increase the general resistance of system of managing of OPK to external shocks and to increase the speed of exchange of information between the operating bodies and economic structures.

Keywords: structural shifts, neoclassics, behaviorism, defense industry complex.

В настоящее время существуют две основные экономические теории, объясняющие причины и процесс структурных сдвигов в экономике: неоклассическая и бихевиористская.

В соответствии с бихевиористской теорией, структурные сдвиги объясняются желанием менеджмента крупных компаний и холдингов расширять бизнес своей организации, следствием чего и являются сделки по слияниям и поглощениям. Менеджмент более успешных компаний принимает решения о покупке менее успешных и эффективных фирм, стоимость акций которых на

фондовом рынке в текущий момент занижена. Факт низкой стоимости акций определяется на основе соотношения q-тобина (В/М соотношение, Book-to-Market ratio), которое определяется как частное от деления балансовой стоимости организации на ее рыночную оценку. Интересным моментом является факт того, что число сделок по слиянию и поглощению тесно коррелирует с экономическими циклами на фондовом рынке (см. рисунок 1).

Во время экономического роста наблюдается рост курсовой разницы между фирмами, что позволяет использовать курсовую стоимость акций более эффективной компании как инструмент совершения сделок, заменяющий денежные расчеты. Также важным фактором, стимулирующим сделки по слиянию и поглощению, может выступать снижение спредов по процентным ставкам, то есть снижение стоимости капитала и рост его доступности для большего числа игроков. Как несложно заметить, увеличение доступности также сопряжено с фазой экономического подъема.

Необходимость проводить сделки по слиянию и поглощению прежде всего объясняется необходимостью расширения бизнеса, захвата большей доли рынка, создания монопольных преимуществ для своей фирмы, уменьшения числа конкурентов. Особенностью сделок, совершаемых в соответствии с положениями бихевиористской теории, является допущение горизонтальной и вертикальной интеграции, причем более эффективной является горизонтальная интеграция. Среди основных работ, развивающих положения данной теории, можно выделить Golbe, D.L., White, L.J., A time series analysis of mergers and acquisitions in the U.S. economy [2], Shleifer, A., Vishny, R., Stock market driven acquisitions [3], Rhodes-Kropf, M., Viswanathan, S., Market valuation and merger waves [4], Rhodes-Kropf, M., Robinson, D., Viswanathan, S., Valuation waves and merger activity: The empirical evidence [5], Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., Teoh, S.H., Does investor misvaluation drive the takeover market? [6], Ang, J., Cheng, Y., Direct evidence on the market-driven acquisitions theory [7], Verter,

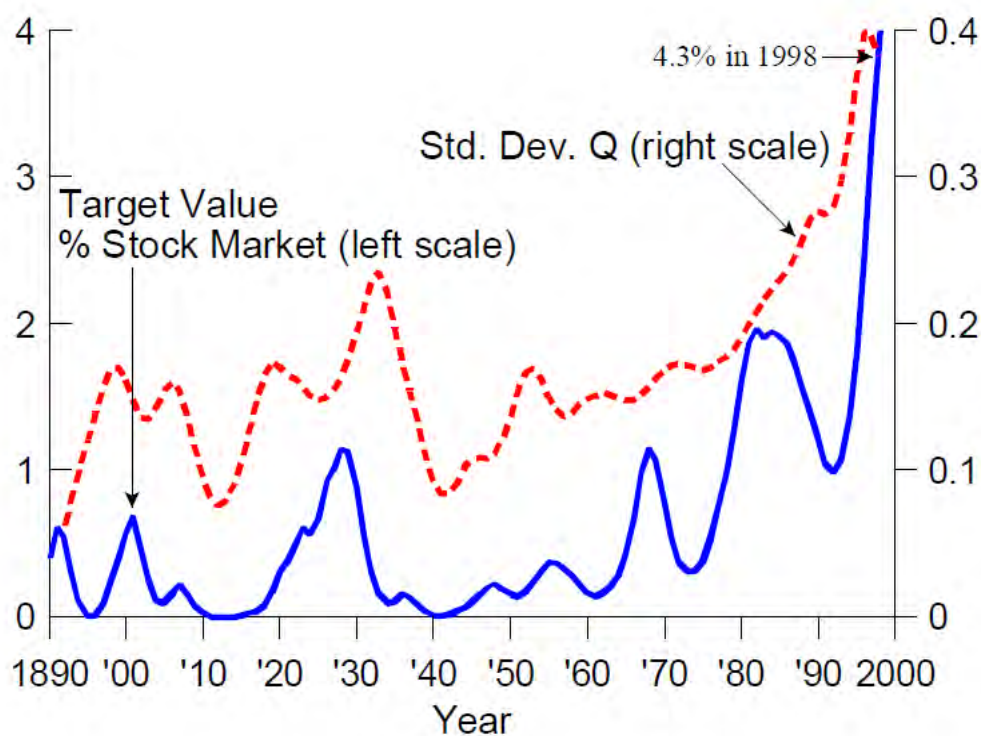


Рисунок 1 – Зависимость между объемом сделок по слиянию и поглощению (синяя линия) и стандартным отклонением В/М соотношения (красная пунктирная линия) по всему фондовому рынку [1]

G., Timing merger waves [8] и другие.

Среди основных проблем бихевиористской теории, затрудняющих ее эффективное применение для описания экономических процессов, выделяется невозможность описания структурных сдвигов в экономиках с низким уровнем развития финансовых рынков, к которым относится и Россия. Основным инструментом для проведения сделок слияния и поглощения является фондовая биржа, где фирмы могут, во-первых, свободно покупать акции друг друга, во-вторых, получать актуальную точную информацию о стоимости капитала компании. С учетом данных аспектов возможность применения бихевиористской теории для эффективного объяснения структурных преобразований в оборонно-промышленном комплексе Российской Федерации ограничена.

Неоклассическая теория предлагает более глубокий и гибкий подход к объяснению причин и следствий структурных сдвигов. В соответствии с неоклассической теорией, в основе структурных преобразований лежат технологические сдвиги в экономике. При возникновении новой эффективной технологии в определенной отрасли фирмы данной отрасли делятся, условно, на два лагеря: лагерь принявших новую технологию (и интегрировавших ее в производственный процесс) и лагерь не принявших (ведущих хозяйство по старой технологии). Новая технология является более эффективной, что с течением времени позволяет фирмам первого лагеря увеличить темпы роста собственной выручки, собственную долю рынка и прибыльность бизнеса, что выделяет их на фоне фирм второго лагеря, а также запускает фазу подъема экономического цикла отрасли. Со временем разница производственно-экономического потенциала между фирмами нарастает. Эта разница становится очевидной участникам фондового рынка, что приводит к росту акций фирм первого лагеря и обесценению капитала фирм второго лагеря, что, в свою очередь, влечет увеличение отраслевой дисперсии В/М соотношения. Именно в этот момент возникают условия для совершения большого числа сделок по слиянию и поглощению, что и происходит.

Неоклассическая теория выявляет в качестве причины совершения сделок по слиянию и поглощению необходимость реаллокации капитала в экономике. Разница производственно-технологического и экономического потенциала компаний первого и второго лагеря ведет к увеличению разрыва эффективности в управлении капиталом фирм. При этом более эффективные компании, решая вопрос о наращивании собственных производственных мощностей, имеют выбор: строить мощности с нуля или покупать имеющийся в экономике капитал (фирм 2-го лагеря). В период появления, адаптации новой технологии к производству продукции и начальных фаз коммерциализации строительство новых мощностей за счет заемного капитала обходится фирме дешевле – основные фонды приобретаются по рыночной цене. После возникновения разницы потенциалов стоимость основных фондов фирм второго лагеря снижается ниже рыночной, так как капитализация компании становится ниже стоимости имеющегося у нее имущества. Данное обстоятельство дает возможность фирмам первого лагеря расширять собственное производство с меньшими затратами – покупая менее эффективные фирмы и адаптируя собственные технологии под имеющиеся производственные мощности (издержки адаптации).

Важным моментом является то, что вследствие сделок слияния и поглощения фирмы приобретают нечто большее, чем просто основные фонды. Капитал компании, как известно, помимо основных фондов, включает организационный и управленческий капитал, что в современной экономике ценится даже дороже, чем сами средства производства. Сделки по слиянию и поглощению дают возможность более эффективной компании значительно снизить затраты на расширение бизнеса, ведь вместе с фирмой она приобретает ее управленческий и организационный капитал. Необходимо уточнить, что накопленный организационный и управленческий капитал фирм второго лагеря не обязательно низкий: решение использовать новые технологии часто является инсайтом (от англ. insight – вдохновение) предпринимателя, и такое решение не всегда оказывается верным. Таким образом, приобретение компаний является, во-первых, эффективным методом реаллокации

и повышения эффективности использования капитала в экономике, во-вторых, такой способ расширения производственных мощностей для фирмы является менее затратным.

В ряде исследований встречается аргументация в пользу ослабления институциональных ограничений как первопричины структурных преобразований. Ослабление антимонопольного регулирования должно давать толчок к росту числа слияний и поглощений и общего размера сделок, так как у фирм появляются новые возможности, в которых ранее они были ограничены. Однако проведенный в статье В. Jovanovic, P.L. Rousseau, *Mergers and technological change: 1885-1998* [9] анализ показывает, что это предположение не находит эмпирического доказательства. Исследователи попытались обнаружить временную связь между введением значительных нормативно-правовых актов, ослабляющих государственное регулирование американской экономики, и количеством сделок по слияниям и поглощениям. Значимой связи выявлено не было. Визуально результаты данного исследования приведены на рисунках 2 и 3.

В статье также отмечается, что причиной отсутствия связи, которая кажется экономически рациональной, является наличие временного разрыва между временем появления новой технологии и временем начала государственного регулирования деятельности, основанной на данной технологии. По сути, данное наблюдение является верным. Когда технология только возникает и появляются первые предприятия, адаптирующие ее под производство реальной продукции, отрасль еще не сформировалась – отсутствует предмет регулирования. В период экономического роста также не наблюдается активного вмешательства государства в хозяйственный процесс инноваторов, что можно рассматривать как некоторое поощрение инновационной деятельности. Активное регулирование рационально только в период замедления роста отрасли, когда технология считается «взрослой», а отрасль – сформированной. В этот период наблюдается активное антимонопольное регулирование. Приведенные выводы сделаны на основе анализа эволюции двух значительных технологических прорывов – распространения электричества и информационных технологий.

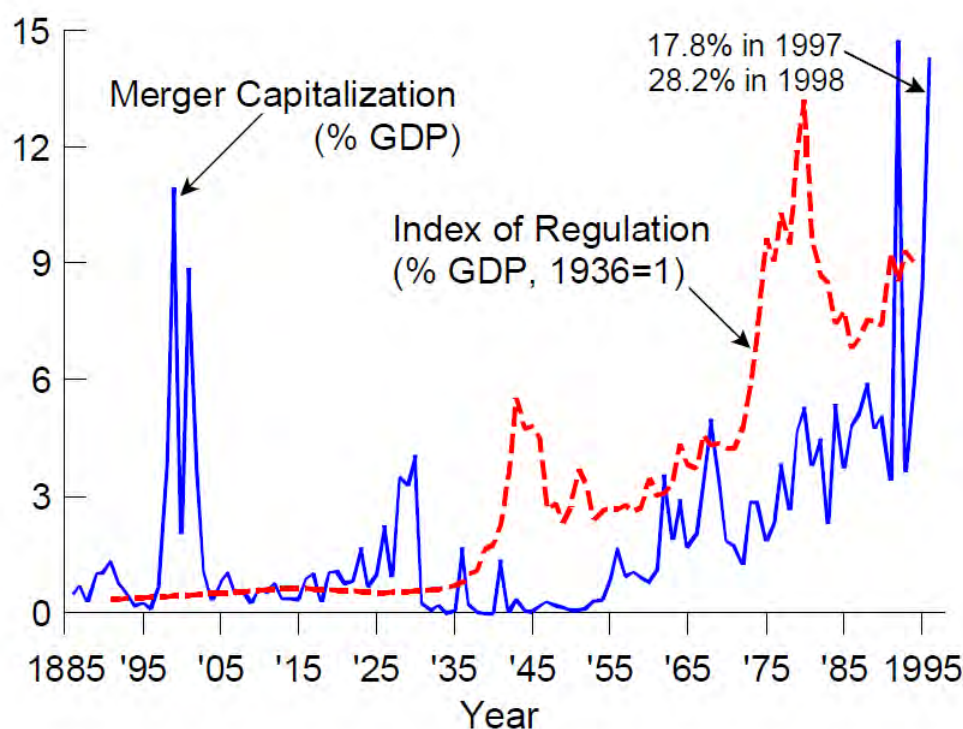


Рисунок 2 – Зависимость между объемом сделок по слиянию и поглощению (синяя линия) и уровнем государственного регулирования экономики (представлен в виде индекса, красная пунктирная линия) [9]

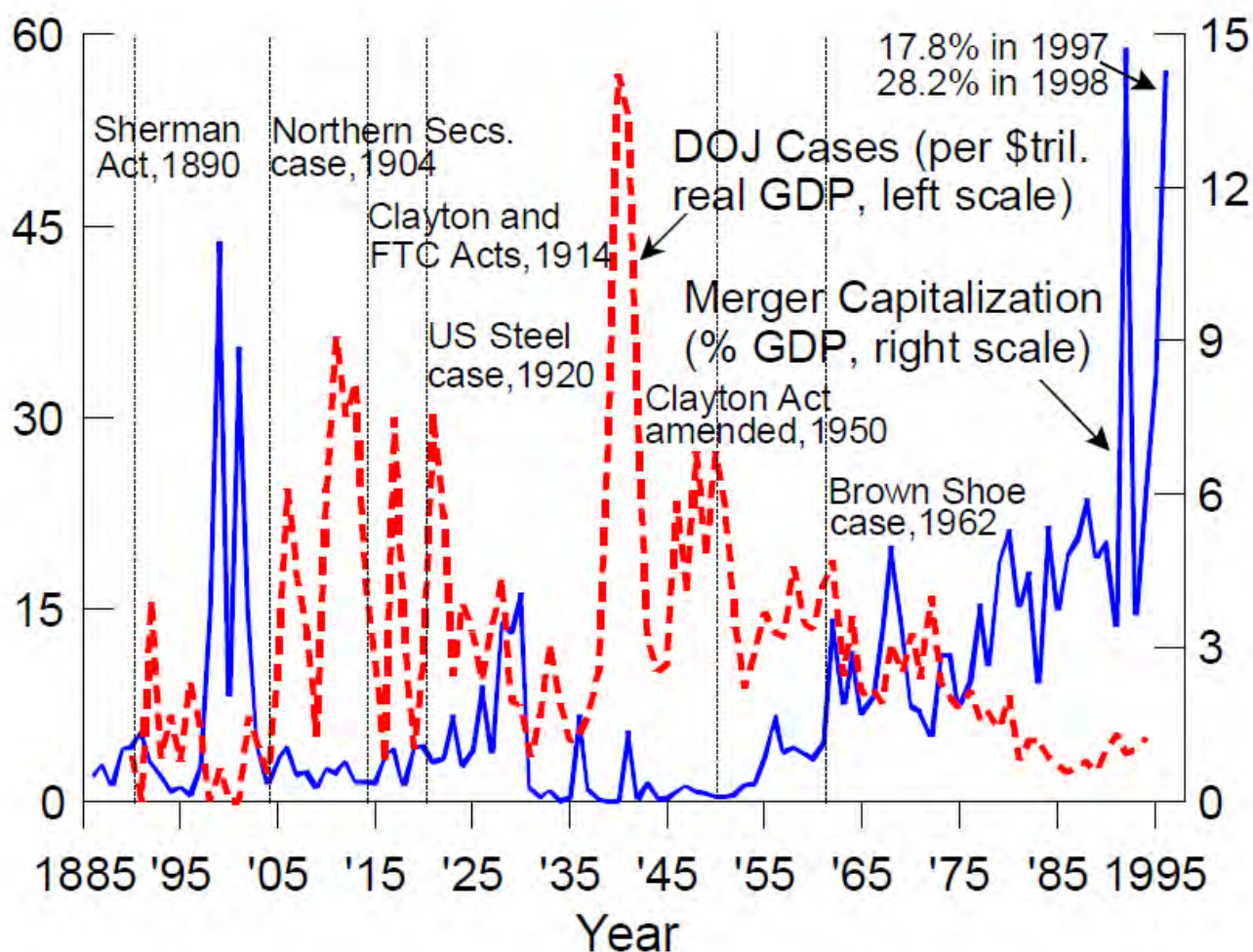


Рисунок 3 – Зависимость между объемом сделок по слиянию и поглощению (синяя линия) и количеством антимонопольных процессов (представлено в виде совокупного объема исков, красная пунктирная линия) с указанием наиболее значимых антимонопольных нормативно-правовых актов [9]

Сравнительный анализ неоклассического и бихевиористского подходов приведен в статье J. Harford, What drives merger waves? *Journal of Financial Economics* 77 (2005) 529–560 [10]. Результаты анализа приводятся в таблице 1. В работе делается вывод о том, что неоклассическая теория более точно описывает наблюдаемые в реальности процессы слияний и поглощений и эффекты, их сопровождающие. Более того, оказывается, что далеко не все сделки по слиянию и поглощению вписываются в парадигму бихевиористской теории: редко наблюдается рост монополизации отрасли и эффективное использование мощностей горизонтально интегрированных организаций.

Таблица 1 – Объяснение волн слияний фирм с точки зрения неоклассического подхода и гипотез бихевиористского подхода [10]

Подход	Неоклассический	Бихевиористский	Эмпирические выводы
Причины отраслевых волн	Институциональный или экономический шок сопровождается повышением ликвидности капитала	Завышение оценки и разброс оценок в рамках отрасли	Институциональный или экономический шок сопровождается повышением ликвидности капитала

Подход	Неокласический	Бихевиористский	Эмпирические выводы
Причины общеэкономических волн	Кластеризация многократных одновременных индустриальных волн в связи с единовременным действием макроэкономических факторов	Переоценка и разброс оценок капитализации по рынку в целом	Кластеризация многократных одновременных индустриальных волн в связи с единовременным действием макроэкономических факторов
Частичное поглощение фирм за денежный расчет	Увеличивается во время волны, возможно путем фондовых торгов	Не увеличивается во время волн, без фондовых торгов	Увеличивается во время волны, возможно путем фондовых торгов
Преволновая отдача от капитала и В/М отношение	Высокая, если ликвидность капитала привязана к оценке активов	Высокие	Высокие
Дисперсия в преволновой отдаче капитала	Невозможно предсказать	Высокая	Нормальная
Послеволновые производственные возвраты	Невозможно предсказать	Низкие	Нормальная
Меры жесткого кредитования	Низкие, если ликвидность капитала важна	Невозможно предсказать	Низкая
Эффективность после слияний	Более эффективно, чем без слияний	Хуже в период волн	Одинаковая/лучше в период волн

В работе E. Devos, P-R. Kadapakkam, S. Krishnamurthy, How do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies [11] получены важные оценки результатов структурных преобразований. Расчеты проводились на основе анализа 264 прогнозов развития организаций до поглощения и после за период 1980-2006 гг. При этом отбирались точные ретроспективные прогнозы, имеющие низкую степень расхождения с наблюдавшимися реальными показателями функционирования организаций. В результате проведенных расчетов исследователи сделали ряд важных выводов:

- создание новой стоимости в результате сделок слияния и поглощения происходит за счет трех основных факторов: роста операционной эффективности, экономии на налогах и увеличения рыночной власти;

- в результате слияний и поглощений у новой компании можно ожидать увеличение операционной эффективности (эффективности производства), вызванное экономией на совокупных инвестициях и снижении себестоимости выпускаемой продукции (8,38%), а также рост финансовой эффективности, вызванный снижением общего размера налоговых отчислений (1,64%);

- сделки, проводимые с целью горизонтальной интеграции, менее эффективны, чем сделки, проводимые с целью объединения технологических цепочек или цепочек добавленной стоимости

(вертикальная интеграция).

Среди работ в области неоклассической теории слияний и поглощений можно выделить следующие: Gort, M., An economic disturbance theory of mergers [12], Coase, R., The nature of the firm [13], Jovanovic, B., Rousseau, P., Mergers and technological change: 1885–1998 [14], Maksimovic, V., Phillips, G., The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? [15], Eisfeldt, A., Rampini, A., Capital reallocation and liquidity [16], Harford, J., Corporate cash reserves and acquisitions [17], Schlingemann, F., Stulz, R., Walkling, R., Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets [18].

Проведенный анализ источников показывает, что неоклассическая теория является эффективным инструментом описания причин и следствий структурных сдвигов, а также экономических процессов, сопровождающих структурные преобразования. Эффективность результатов структурного сдвига зависит от того, был ли он вызван технологическим шоком или нет.

Однако приложение неоклассической теории к проблематике структурно-технологических преобразований в оборонно-промышленном комплексе требует корректировки ее положений в соответствии с особенностями функционирования ОПК РФ.

На рисунке 4 приводится схематичное описание экономических и институциональных процессов, происходящих в ходе структурных сдвигов в соответствии с неоклассической теорией. В качестве первопричины структурного сдвига выдвигается технологический шок. В верхней части рисунка приводится версия предлагаемой теории для рыночной экономики, в нижней – для экономики ОПК РФ.

Из рисунка видно, что основное отличие между процессами структурно-технологических преобразований в случае чистой рыночной экономики и в случае ОПК состоит в механизме реаллокации капитала. В случае рыночной экономики в качестве такого механизма выступает фондовая биржа. Стоит отметить, что эффективность фондового рынка в качестве механизма реаллокации капитала высока в связи с рядом объективных факторов.

Во-первых, фондовый рынок выполняет две основные функции: проводит транзакции по купле-продаже акционерного капитала компаний, проводит оценку стоимости акционерного капитала и мгновенно распространяет эту информацию между участниками рынка. В данном случае оценка стоимости компаний эквивалентна ее эффективности, так как стоимость неэффективных компаний объективно не может быть высока.

Во-вторых, фондовый рынок позволяет минимизировать транзакционные издержки проведения сделок и передачи информации. Участники фондового рынка имеют возможность получать актуальную информацию о ценах акций и капитализации компаний постоянно и практически бесплатно, что является критическим фактором при принятии решений о совершении сделок. Фондовый рынок позволяет создавать и поддерживать постоянную обратную связь между субъектами и объектами структурных преобразований. Таким образом, реаллокация капитала в экономике может происходить постоянно, что позволяет поддерживать структуру отраслей в оптимальном состоянии.

В соответствии с российским законодательством акции предприятий ОПК РФ запрещено размещать на фондовых рынках, а контрольный пакет должен принадлежать государству, что накладывает критические ограничения на возможность использования фондового рынка в качестве механизма реаллокации капитала.

Вместо рыночных механизмов в отечественной практике существует институциональный механизм, основанный на взаимодействии федеральных органов исполнительной власти, федеральных служб и Правительства Российской Федерации (на рисунке 4 выделен в красной рамке). Институциональный механизм реаллокации капитала предполагает наличие ряда фаз, аналогичных рыночному механизму:

- Целеполагание. Данная фаза отвечает на основной вопрос: каким образом проводить структурные преобразования в ОПК. Структура ОПК РФ является управляемым объектом, и ее состояние напрямую

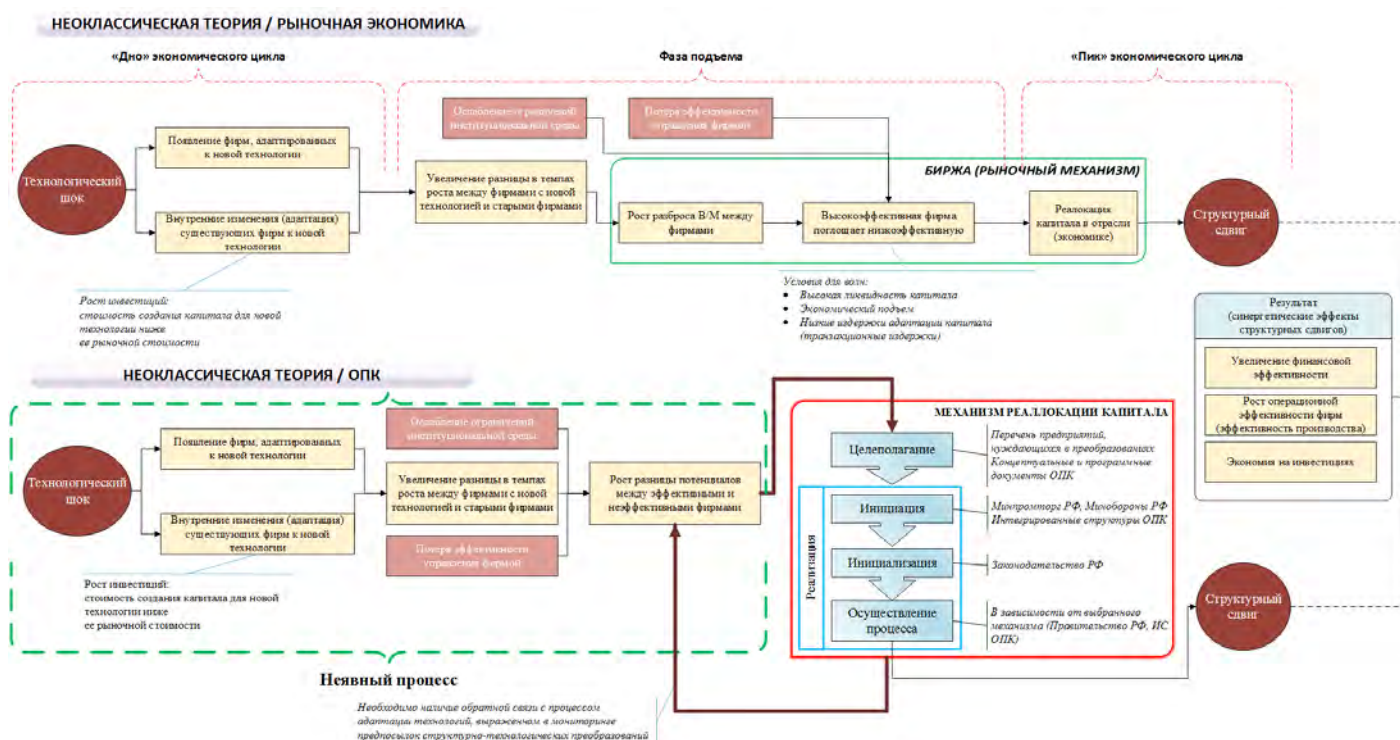


Рисунок 4 – Процесс структурно-технологических сдвигов в рамках рыночной экономики и с учетом особенностей ОПК РФ

зависит от целей и задач, которые ставит перед ОПК государство. Целеполагание как процесс принятия решений основывается на видении некоторого производственно-экономического облика ОПК. Результат целеполагания формализуется в ряде концептуальных документов, основными из которых являются Стратегия национальной безопасности Российской Федерации на период до 2020 года и Основы стратегического планирования в Российской Федерации на период до 2020 года и дальнейшую перспективу. Результатом данной стадии является набор концептуальных и стратегических документов;

- Реализация-Инициация. В данной фазе происходит инициация структурного сдвига. Субъектом инициации могут выступить Президент РФ, Правительство РФ, ФОИВ в лице Минпромторга России, Минобороны России, а также интегрированные структуры (далее – ИС) ОПК. Результатом этой стадии является список передаваемых предприятий, согласованный с ФОИВ и заинтересованными ИС ОПК;

- Реализация-Инициализация. В данной фазе необходимо определить юридическую и правовую конфигурацию планируемого структурного сдвига. Законодательно допустимые механизмы передачи управленческих функций и собственности предприятий ОПК могут значительно отличаться в зависимости от формы собственности, распределения акционерного капитала, экономических и финансовых показателей предприятий и т.д. На стадии инициализации необходимо выбрать оптимальный механизм передачи, максимально снижающий транзакционные издержки в виде объема корпоративных и бюрократических процедур, а также планируемых сроков осуществления передачи. Результатом данной стадии является дорожная карта передачи предприятий ОПК, мероприятия которой согласованы с ФОИВ и ИС ОПК;

- Реализация – Осуществление процесса структурных преобразований. После определения механизма, списка предприятий, исходных и целевых ИС ОПК, между которыми осуществляется передача предприятий, начинается осуществление процесса преобразований в соответствии с выбранным механизмом. Контроль процесса осуществляет ФОИВ, в ведении которого находятся передаваемые предприятия. Корпоративные процедуры осуществляются заинтересованными ИС

ОПК. В случае, если механизм предполагает участие высших органов исполнительной власти в лице Правительства и Президента РФ, исполнение процесса передачи осуществляется данными органами.

Институциональный механизм является более сложным и затратным с точки зрения транзакционных издержек (времени, объема подготавливаемых документов, числа участников процесса передачи и т.д.). При этом замена институционального механизма на рыночный в принципе невозможна, так как отсутствие государственного регулирования в области имущества предприятий ОПК, как показывает историческая практика, может привести к критическому снижению обороноспособности страны.

Институциональный механизм может быть эффективным. Если фаза целеполагания работает правильно, то формируемый производственно-экономический облик и структура отраслей ОПК должны быть стационарными и не требовать динамической оптимизации. Иными словами, единожды выстроенная структура может требовать лишь корректирующих изменений, более глобальные перемены не будут приводить к значительному повышению эффективности. В этом случае единожды понесенные транзакционные издержки по выстраиванию запланированной структуры будут окупаться за счет уменьшения риска потери обороноспособности страны и снижения производственно-технологического потенциала ОПК.

Острой проблемой работы институционального механизма является отсутствие инструмента оценки эффективности компаний и распространения этой информации между агентами структурно-технологических преобразований. Как указывалось выше, в рыночном механизме оценкой эффективности служат цены акций и капитализация компаний. При этом информация доступна всем участникам рынка и распространяется практически мгновенно. В институциональном механизме аналог данного инструмента отсутствует.

Данное обстоятельство является проблемой в связи с тем, что структурным преобразованиям в соответствии с неоклассической теорией (и это подтверждается на практике) предшествует рост разницы эффективности (потенциалов) между компаниями с разными технологиями производства. Наличие обратной связи между состоянием отрасли и механизмом реаллокации капитала в чистой рыночной экономике позволяет оперативно «снижать напряжение» в экономике, передавая капитал от менее эффективных компаний более эффективным.

В случае институционального механизма, отсутствие эффективной обратной связи не позволяет уменьшать разницу потенциалов, в связи с чем может расти число неэффективных организаций, нуждающихся в структурно-технологических преобразованиях, но не имеющих возможности реализации этой необходимости. В экономике ОПК нарастает количество противоречий, вызванных устареванием технологических процессов на предприятиях, ростом бюрократизации производственного процесса, уменьшением эффективности труда производственного персонала и т.д. Более того, в случае, если малоэффективные предприятия являются элементом цепи производства образцов вооружения, военной и специальной техники, возрастают риски срыва государственного оборонного заказа вследствие низкого качества работы одного из элементов цепи.

Таким образом, для проведения эффективного мониторинга и контроля структурно-технологических преобразований в ОПК, раннего выявления фактов снижения эффективности и роста разницы производственно-экономических потенциалов между предприятиями ОПК необходимо создать и наладить работу инструмента обратной связи между механизмом реаллокации капитала и участниками структурно-технологических преобразований (на рисунке 4 приведен в виде бордовых стрелок).

Проведенный анализ теоретических основ структурно-технологических преобразований в ОПК позволил прийти к выводу, что процессы структурных сдвигов в ОПК имеют общеэкономическую природу и могут быть описаны с помощью неоклассической теории с учетом поправок. На основе положений данной теории удалось выявить узкие места существующего механизма реаллокации

капитала, действующего в ОПК РФ.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Jovanovic, Boyan, and Peter L. Rousseau. The Q-theory of mergers. No. w8740. National Bureau of Economic Research, 2002.
2. Golbe, D.L., White, L.J., 1988. A time series analysis of mergers and acquisitions in the U.S. economy. In: Auerbach, A. (Ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. NBER: University of Chicago Press, Chicago, pp. 265–302.
3. Shleifer, A., Vishny, R., 2003. Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70, 295–311.
4. Rhodes-Kropf, M., Viswanathan, S., 2004. Market valuation and merger waves. *Journal of Finance* 59.
5. Rhodes-Kropf, M., Robinson, D., Viswanathan, S., 2004. Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*.
6. Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., Teoh, S.H., 2003. Does investor misvaluation drive the takeover market? Unpublished working paper. Ohio State University.
7. Ang, J., Cheng, Y., 2003. Direct evidence on the market-driven acquisitions theory, Unpublished working paper. Florida State University.
8. Verter, G., 2002. Timing merger waves. Harvard University, Mimeo.
9. B. Jovanovic, P.L. Rousseau, *Mergers and technological change: 1885-1998*, Working Paper No. 01-W16, Department Of Economics Vanderbilt University Nashville, TN 37235, 2001.
10. J. Harford, What drives merger waves? *Journal of Financial Economics* 77 (2005) 529–560.
11. E. Devos, P-R. Kadapakkam, S. Krishnamurthy, How do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies, *Review of Financial Studies* 22 (3), 2009 1179-1211.
12. Gort, M., 1969. An economic disturbance theory of mergers. *Quarterly Journal of Economics* 83, 623–642.
13. Coase, R., 1937. The nature of the firm. *Economica* 4, 386–405.
14. Jovanovic, B., Rousseau, P., 2001. *Mergers and technological change: 1885–1998*. Unpublished working paper, Vanderbilt University.
15. Maksimovic, V., Phillips, G., 2001. The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? *Journal of Finance* 56, 2019–2065.
16. Eislefeldt, A., Rampini, A., 2003. Capital reallocation and liquidity. Unpublished working paper. Northwestern University.
17. Harford, J., 1999. Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance* 54, 1969–1997.
18. Schlingemann, F., Stulz, R., Walkling, R., 2002. Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets. *Journal of Financial Economics* 64, 117–144.