

CZĘŚĆ II

ZACHOWANIA PODMIOTÓW GOSPODARCZYCH NA RYNKU – BADANIA EMPIRYCZNE

Jolanta Szapiel

ROZDZIAŁ 7

BRANŻOWY WYMIAR PRZEJĘĆ I FUZJI W WARUNKACH ROZWINIĘTYCH I ROZWIJAJĄCYCH SIĘ GOSPODAREK RYNKOWYCH

1. Wprowadzenie

Działania w ramach wzrostu zewnętrznego, jakimi są fuzje i przejęcia, należy rozpatrywać wielostronnie, jako działania z zakresu strategii przedsiębiorstw dotyczące wzrostu i rozwoju, restrukturyzacji oraz efektywności produkcyjnej i lokacyjnej. Jednym z typów fuzji i przejęć są transakcje branżowe (poziome). Nie są one jedynym sposobem rozwoju przedsiębiorstw i całych branż, ale stanowią alternatywę wobec wzrostu opartego na innych formach fuzji i przejęć, ale też na inwestycjach wewnętrznych.

W opracowaniu chodzi głównie o pokazanie podobieństw i różnic między poziomymi fuzjami i przejęciami dokonywanymi w warunkach gospodarek rozwiniętych i rozwijających się, w szczególności gospodarek krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

Dużą wagę przywiązuje się ponadto do prześledzenia uwarunkowań i motywów oraz oceny skutków branżowych fuzji i przejęć w świetle współczesnych nurtów ekonomii neoklasycznej i instytucjonalnej. Dzięki zaś retrospektywnemu prześledzeniu zmian zachodzących w obrębie tych fuzji i przejęć możemy być bardziej obiektywni, mądrzejsi nie tylko w ich ocenie, lecz także – co szczególnie ważne – w przewidywaniu i projektowaniu dalszej ich ewolucji.

2. Uwarunkowania i zasięg branżowych fuzji i przejęć

Pierwsze przejęcia i fuzje branżowe miały miejsce na przełomie XIX i XX wieku. Charakteryzowały się tym, następowały w pojedynczych gospodarkach oraz w odniesieniu do nielicznych branż. Z taką dokładną sytuacją w sferze transakcji przejęć i fuzji mieliśmy do czynienia do końca lat 70-tych. W latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych zakres fuzji i przejęć poziomych zmniejszył się wskutek licznych połączeń konglomeratowych. Duże znaczenie dla wzrostu ilościowego transakcji fuzji i przejęć horyzontalnych miały lata: 1981-1989. W tym okresie bowiem fuzje i przejęcia poziome objęły niemal wszystkie kraje wysoko rozwinięte i znacznie większą ilość branż. Od początku lat 90-tych obserwowany jest niespotykany we wcześniejszych etapach rozkwit transakcji fuzji i przejęć, w tym także o charakterze branżowym.

Czynniki sprzyjające poziomym fuzjom i przejęciom w latach osiemdziesiątych i

dziewięćdziesiątych to:

1. Globalizacja, która nabrała dużej dynamiki po zakończeniu zimnej wojny i wprowadzeniu gospodarki rynkowej na wielu obszarach,
2. Tworzenie na obszarze Unii Europejskiej prawdziwie jednolitego rynku nie tylko dla towarów, ale i kapitału; wprowadzenie euro uczyniło ten proces nieodwracalnym i prowadzącym do całkowitego zaniku granic narodowych dla działalności gospodarczej,
3. Upowszechnianie się anglosaskiej filozofii, że nadrzędnym celem przedsiębiorstwa jest wzrost wartości firmy i korzyści dla akcjonariuszy. Oznacza to nacisk właścicieli spółek na menedżerów, aby opracowywali i wdrażali strategię, która przyniesie oczekiwany wzrost wartości przedsiębiorstwa,
4. Zwiększająca się presja konkurentów tak na rynkach multilokalnych, jak i globalnych,
5. Postępująca deregulacja wielu branż i sektorów gospodarczych; w jej ramach znoszono m.in. ograniczenia dotyczące wchodzenia do branż podmiotów zagranicznych,
6. Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych,
7. Relatywnie niska cena zakupu przedsiębiorstw w stosunku do kosztów inwestycji odtworzeniowych,
8. Szybki postęp techniczny w pewnych dziedzinach wymuszający kosztowne prace badawczo-rozwojowe bez gwarancji sukcesu.

Fuzje i przejęcia poziome, o czym już wspomiano, zwiększyły swoją intensywność dopiero w latach 80-tych i 90-tych minionego stulecia. Objęły swoim zasięgiem wszystkie kraje wysokorozwinięte oraz część gospodarek rozwijających się. W 1990 r. wartość fuzji i przejęć na świecie wynosiła niespełna 85 mld USD, a końcu lat 90-tych blisko 1,1 bln USD¹. Poziom ten był jednak niższy od rekordowego z 2001 r. o przeszło 400 mld USD. Fuzje i przejęcia horyzontalne dokonywane w tym okresie w krajach zachodnich miały na celu pokonanie barier wejścia na dany rynek, zwiększenie przewagi konkurencyjnej na danym rynku, dywersyfikację produktową oraz rozszerzenie geograficzne produkcji i dystrybucji danego produktu lub produktów. Początkowo były w tych krajach realizowane głównie fuzje i przejęcia krajowe. Było to związane głównie z restrykcjami narodowymi dotyczącymi inwestycji zagranicznych w drodze fuzji i przejęć oraz przyjętym w danym kraju modelem gospodarczym (głównie Japonia i Niemcy).

Do 1995 roku dokonywane w gospodarkach wysokorozwiniętych branżowe fuzje i przejęcia charakteryzowały się tym, że w 70% dotyczyły branż związanych z działalnością produkcyjną. Od 1996 r. zaznacza się dominacja sfery usług, na którą przypada w tym okresie blisko 60% inwestycji w formie fuzji i przejęć². Ta tendencja pogłębiła się jeszcze bardziej w kolejnych okresach. Niemalże identyczne wyniki -zwłaszcza w ostatnich latach - odnotowano dla fuzji i przejęć w gospodarkach rozwijających się (w doniesieniu do gospodarek krajów Europy Środkowej i Wschodniej)

świadczą o tym, że przedsiębiorstwa z tego regionu szybciej i szerzej włączają się do gospodarki światowej; stąd też zaczynają w większym stopniu reagować na zmiany gospodarcze i rynkowe dokonujące się w gospodarkach krajów zachodnich (efekt domina). W szczególności pod największym wpływem zmian na rynku globalnym pozostają gospodarki trzech krajów, a mianowicie: Polski, Czech i Węgier. Jednakże i w odniesieniu do tych krajów trudno liczyć na zwiększony napływ nowych inwestorów branżowych. Wyjątkiem może okazać się Rosja, która ze względu na rozmiary rynku oraz duże rozdrobienie branż może stać się obszarem wzmożonego napływu kapitału zagranicznego w formie fuzji i

¹ Por. Dane za rok 1990 Navarett GB. Multinational Corporations and Global Production. Centre for Economic Research, 2001. Z kolei dane na początek 2000 r. E. Więclaw: Fuzje i przejęcia. Mniej transakcji w 2002 roku, „Rzeczpospolita”, nr 21/ 2003, s. B7

² Por. Dane za rok 1990 Navarett GB. Multinational Corporations and Global Production. Centre for Economic Research, 2001

przejęć. W strukturze branżowej fuzji i przejęć systematycznie zmniejsza się udział branż związanych z działalnością produkcyjną, na rzecz branż usługowych. Dla przykładu udział fuzji i przejęć w branży wytwórcze tylko na przestrzeni lat obniżył się z 24% do 20%. W tym okresie zanotowano natomiast wzrost udziału fuzji i przejęć w branżach: pośrednictwo finansowe z 15% do 18%, informatyka i technologie z 9% do 9,5%, farmaceutyczna 4% do 7%, elektroenergetyka z 4% na 5%, handel detaliczny i hurtowy z 4% do 5,5% oraz telekomunikacja z 4% do 5%³.

3. Cechy specyficzne branżowych fuzji i przejęć w gospodarkach rozwijających się na tle odpowiednika zachodniego

W gospodarkach rozwijających się realizowane są aktualnie wszystkie ogólne kategorie przejęć i fuzji. Istnieje jednak wiele cech specyficznych zarówno odniesieniu do szczegółowych elementów działań, jak i udziału poszczególnych grup transakcji w całości transakcji na rynku kontroli przedsiębiorstw. Do cech szczególnych dokonywanych w ramach gospodarek rozwijających się branżowych przejęć i fuzji należy zaliczyć:

1. Stosunkowo wysoki udział przejęć prywatyzacyjnych. Ponieważ w poszczególnych krajach o rozwijającej się gospodarce na ogół nie występuje konsekwentna realizacja polityki prywatyzacyjnej oraz podaż przedsiębiorstw prywatyzowanych jest wynikiem decyzji administracyjnych i politycznych, to transakcje przejęć mają bardzo często charakter „okazjonalny”. W dalszym horyzoncie czasowym transakcje prywatyzacyjne przestaną odgrywać tak znaczącą rolę,
2. Fuzje i przejęcia przeprowadzane są zarówno na publicznym i niepublicznym rynku kapitałowym, przy czym stosunkowo duży zasięg mają transakcje dokonywane w sferze prywatnej obrotu walorami kapitałowymi,
3. Typowe fuzje występują rzadko. Więzy między firmami mają przede wszystkim charakter powiązań kapitałowych, holdingowych,
4. W przeciwieństwie do rozwiązań stosowanych w rozwiniętych gospodarkach zachodnich nie wprowadzono ograniczeń dotyczących przejęć i fuzji z udziałem inwestorów zagranicznych w branżach uznanych za strategiczne,
5. Niewielka dotychczas liczba publicznych wezwań do sprzedaży akcji (odpowiednik tender offer) w wyniku niedojrzałości instytucji rynku kapitałowego,
6. Słabo rozwinięte instytucje gospodarki rynkowej oraz polityka prywatyzacyjna nastawiona na maksymalizację dochodów budżetu państwa powodują, że przejęcia są tanie do przeprowadzenia,
7. Przedsiębiorstwa- obiekty przejęć nie mają na ogół opracowanych programów obrony przed wrogim przejęciem,
8. Duży udział przejęć i fuzji międzynarodowych, zwłaszcza widoczny w kilku branżach, rzadko też przedsiębiorstwa z gospodarek rozwijających się występują jako przejmujący na zachodnich rynkach kontroli korporacji⁴,
9. Znaczny udział przejęć w drodze konwersji zadłużenia przedsiębiorstw na udziały lub transakcji wiązanych (zwłaszcza w pierwszej dekadzie),
10. Przejęcia i fuzje praktyczne zawsze są powiązane z koniecznością głębokiej restrukturyzacji przejętego przedsiębiorstwa,

³ Por. Raport - Rynki kontroli w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, rok 2001 i rok 2002, PricewaterhouseCoopers Polska, www.pwc.com/mandace

⁴ Chodzi tu o realizację przez przedsiębiorstwa strategii multilokalnej. Obserwuje się różnice w strategii działania polskich, (choć dotyczy to także firm z pozostałych krajów Europy Środkowej i Wschodniej) oraz zachodnich przedsiębiorstw. Charakterystyczne dla strategii polskich przedsiębiorstw jest jej multilokalny charakter. Branże gospodarcze krajów Europy Środkowej i Wschodniej, w które inwestują w formie fuzji i przejęć polskie przedsiębiorstwa w procentach to: pośrednictwo finansowe 44,4%, transport i łączność 15,7 % działalność wytwórcza 15,1%, handel 14,9%, górnictwo 4,0%, budownictwo 2,6%, inne 3,3%.

11. Wiele działań ma charakter obrony. Przedsiębiorstwa –potencjalne obiekty przejąć same szukają możliwości współpracy i wejścia w skład większych struktur gospodarczych, głównie międzynarodowych, zdając sobie sprawę z trudności samodzielnego sprostania konkurencji przedsiębiorstw pochodzących z gospodarek rozwiniętych, ze względu na własną słabość ekonomiczną, przestarzałą technologię oraz niedostatek kapitału inwestycyjnego.
12. Przedsiębiorstwa wywodzące się z gospodarek rozwijających się również w przyszłości będą występować głównie w roli firm przejmowanych⁵.
13. Procesy fuzji i przejęć będą miały w przyszłości o wiele większą dynamikę i zakres ze względu na to, że wiele branż gospodarek rozwijających się jest nadal rozdrobnionych i słabych ekonomicznie,
14. Długotrwałość procedur prywatyzacyjnych, brak jasnych i precyzyjnych regulacji prawnych, podatkowych i rachunkowych powodują, że przejęcia warunkach fuzje są trudne do przeprowadzenia,
15. Duże znaczenie dodatkowych obowiązków nakładanych na branżowych inwestorów strategicznych (zobowiązań inwestycyjnych, socjalnych oraz ekologicznych)
16. Finansowanie fuzji i przejęć w prostszy sposób (mniej inżynierii finansowej),
17. Mniejsze znaczenie doradztwa ze strony niewykształconych jeszcze w pełni banków inwestycyjnych,
18. Wolniejsze tempo „czyszczenia” przez przedsiębiorstwa przejmujące pozostałości po stworzonych w przeszłości strukturach konglomeratowych⁶.

4. Motywy branżowych fuzji i przejęć w świetle teorii i praktyki

Bardzo rzadko u podstaw fuzji i przejęć branżowych leży jeden cel do zrealizowania. Podejmowanie przez przedsiębiorstwa wzrostu zewnętrznego wynika na ogół z wielu celów. Ich realizacja musi jednak prowadzić do osiągnięcia celu głównego, podstawowego, jakim jest wzrost wartości przedsiębiorstwa. Cele szczegółowe, takie m.in. jak: zwiększenie udziału i ograniczenie konkurencji na dotychczasowym rynku, ekspansja na nowe rynki, nie uzasadniają fuzji i przejęć, o ile nie prowadzi do podwyższenia wartości firmy. Ponadto, warto podkreślić, że przeprowadzenie fuzji lub przejęcia prowadzi do realizacji celów i związanego z tym powodzenia branżowych transakcji przejęć i fuzji, ale również stwarza możliwości porażki. Uzyskanie pozytywnych efektów fuzji i przejęć, jest możliwe wyłącznie dzięki odpowiednio sformułowanej strategii działania przedsiębiorstwa i będącej jej

⁵ Dla przykładu wskaźniki polskiego sektora bankowego są dużo słabsze niż w krajach Unii Europejskiej. Jak wynika bowiem z badań przeprowadzonych w 2003 roku przez międzynarodową firmę doradczą Roland Gerber Strategy Consultants wartość aktywów sektora bankowego w stosunku do PKB wynosi zaledwie 61 %, podczas gdy dla krajów strefy euro średnia to 265 %. Wskaźnik ten w Polsce jest jednak także niższy niż niektórych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (w Czechach wynosi 130 %, a w Słowacji 94%). Ponadto w Polsce liczba rachunków bieżących w stosunku do populacji wynosi 39%, natomiast w UE przeszło 90%. Miarą różnicy siły ekonomicznej banków polskich i zachodnich jest zestawienie aktywów największych banków zagranicznych działających w Polsce (dane na koniec 2001 roku): Citigroup 1051,4 mld USD, Deutsche Bank 809,2 mld USD, Mitsubishi Tokyo Financial Group 751,5 mld USD, BNP Paribas 727,3 mld USD, HSBC Holdings 696,4 mld USD, HypoVereinsbank 641,7 mld USD, ABN Amro 528,4 mld USD, Credit Agricole Groupe 496,4 mld USD, Polski system bankowy 118,7 mld USD.

⁶ W warunkach polskich, choć dotyczy to także innych krajów Europy Środkowej i Wschodniej, mieliśmy do czynienia z fuzjami i przejęciami typu konglomeratowego. W fuzjach tego typu przejmującymi były praktycznie firmy krajowe. Wśród polskich przedsiębiorstw zaangażowanych w przejęcia i fuzje konglomeratowe najważniejszą rolę odgrywały były centrale handlu zagranicznego (m.in. Animex, Rolimpex, Gros, Paged, Stalexport, Mostostal Export, Elektrim). Wiele z tych przedsiębiorstw, które początkowo poprzez fuzje i przejęcia stworzyły konglomeratowe struktury gospodarcze, dokonuje dezinwestycji. Uwolnione środki finansowe przeznaczają na przejęcia i fuzje przedsiębiorstw ściśle powiązanych z podstawową działalnością spółki przejmującej.

elementem strategii fuzji i przejęć oraz konsekwencji w ich realizacji.

Motywy przejęć i fuzji branżowych jest niewątpliwie także ekspansja firmy na nowe segmenty rynku oraz nowe rynki geograficzne. Wynika ona z barier wzrostu (nasylenia), jakie napotyka przedsiębiorstwo w swej ekspansji ilościowej na dotychczasowym rynku. Wejście firmy w ten etap rozwoju często jest określane ekspansją segmentowo-geograficzną⁷. Często przy geograficznej ekspansji przedsiębiorstwa- zwłaszcza na rynki zagraniczne- dochodzi do fuzji lub przejęcia firmy o komplementarnym profilu produkcji. Dostęp do wiedzy i umiejętności oraz doświadczeń przejmowanej firmy, a konsekwencji jej aktywów niematerialnych: marka produktu, marka firmy, licencja, patent, ułatwia firmie przejmującej dostęp do nowego rynku, czyni jej działalność obarczoną niższym ryzykiem oraz przyspiesza wzrost jej samej. Orientacja przedsiębiorstwa na wzrost, oprócz możliwości pozyskania niedostępnych aktywów innych przedsiębiorstw, działających w innych segmentach lub na innych geograficznie rynkach, stwarza przedsiębiorstwu warunki do wykorzystywania unikalnej przewagi konkurencyjnej w postaci: uznanej marki produktu, wysokiej reputacji nie tylko na rynku dotychczasowym, ale także na nowych rynkach. Ekspansja w obszarze produktów i rynków pozwala firmom zmniejszyć fluktuację osiąganych zysków, zmniejszyć uzależnienie od determinant eksportowych, ograniczyć lub uniknąć konkurencji na własnym terenie oraz obejść handlowe bariery obronne stosowane w innych krajach. Na szczególne znaczenie fuzji i przejęć poziomych w zmianie układu sił konkurencyjnych na rynku dotychczasowym zwracał uwagę Knickerbocker⁸ oraz Yu i Ito⁹. W swoim opracowaniu Knickerbocker zauważa, że zagraniczna fuzja lub przejęcie branżowe pozwala firmie działającej na rynku multilokalnym, (przez który rozumie rynek lokalny i krajowy) zwłaszcza o strukturze oligopolistycznej zdobyć dodatkowe aktywa oraz kompetencje i umiejętności, które są dla multilokalnych konkurentów niedostępne. Aby nie pozostać w tyle, pozostali gracze rynkowi będą naśladować poczynania lidera. W konsekwencji działania jednej z firm w określonym rejonie powodują, że multilokalni rywale niezwłocznie podejmą działania na tym samym rynku. Tym należy tłumaczyć zdaniem Knickerbockera to, że znaczna koncentracja bezpośrednich inwestycji zagranicznych w drodze przejęć i fuzji następuje w okresach 2-3-letnich. Yu i Ito potwierdzili w swoich badaniach formy postępowania firm ujawnionych przez Knickerbockera. Zauważyli, bowiem, że firmy amerykańskie wytwarzające opony, poddane silnej presji konkurencyjnej dokonywały zagranicznych fuzji lub przejęć swoich odpowiedników, reagując tym samym na wcześniejsze poczynania w tym względzie swoich lokalnych rywali. Takie postępowanie strategiczne nie zaobserwowali obaj badacze w rozproszonym przemyśle włókienniczym.

Podjęcie przez przedsiębiorstwo decyzji o wejściu na nowe rynki w drodze zagranicznych fuzji i przejęć może wynikać z chęci obrony zdobytej pozycji oraz prolongaty pozycji innowacyjnego lidera zgodnie z teorią życia produktu Vernona i Wellsa. Jakkolwiek założenia tej teorii obecnie są mniej adekwatne niż w przeszłości powyższy pogląd skutecznie się obronił w drodze badań empirycznych¹⁰.

Do globalnej strategiczności przedsiębiorstw nawiązują także badania Grahama, Frowersa, Doyle, Saundersa i Wonga oraz Brealeya i Myersa. Wszyscy oni¹¹ uznają

⁷ Por. Chandler A.D.: *Strategy and Structure*, The MIT Press, 1962, Cambridge, s. 14-16

⁸ Por. Knickerbocker F.T.: *Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise*, Harvard University Press, 1973, Boston, MA

⁹ Por. Yu C.M. i Ito K.: *Oligopolistic reaction and foreign direct investment: the case of the US tire and textiles industries*, "Journal of International Business Studies", t. 20, s. 449-460

¹⁰ Por. Johanson J., Vahlne J.: *The internalization process of the firm*, "Journal of International Business Studies", t.8, nr 1/ 1977, s.23-32, Dunning J.H., Rugman A.M.: *The influence of Hymers dissertation on the theory of foreign direct investment*, "AEA Papers and Proceedings", t. 75, nr 2/1985, s. 228-233

¹¹ Por. Graham E.M.: *Exchange of threat between multinational firm as an infinitely repeated non-cooperative game*, „International Trade journal”, t. 4, nr 3/ 1990, s. 259-277, Doyle P., Saunders J. I Wong V.: *cooperation*

zagraniczne fuzje i przejęcia dokonywane na wielu rynkach (zwłaszcza tych wynikających z zapotrzebowania strategii globalnej) jako swoiste manifestacje siły konkurentów działających w tej samej branży. Im większy jest zakres działania przedsiębiorstwa, tym większe możliwości straszenia rywali. W szczególności Brealey i Myers preferują wejście na nowy rynek poprzez małe fuzje i przejęcia (inwestycje wstępne), kontynuowane przez większe inwestycje rozszerzające na bazie fuzji i przejęć.

5. Ocena wpływu fuzji i przejęć branżowych na wartość firm, realokację kapitału oraz restrukturyzację i strukturę branż

Analiza ewolucji podejścia do źródeł wartości przedsiębiorstwa pozwoliła dostrzec coraz wyraźniej widoczną możliwość tworzenia wartości dla właścicieli dzięki fuzjom i przejęciom. W ramach konsolidacji występują szczególne, charakterystyczne dla tego procesu przedsięwzięcia i zjawiska o znaczącym potencjale tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Z modelu A. Rappaporta jednoznacznie wynika, że celem fuzji lub przejęcia jest osiągnięcie dodatkowej wartości dla ich właścicieli, przy czym źródłem owej wartości są efekty synergiczne, powstałe w wyniku tych procesów. Poszukiwanie efektów synergicznych staje się zaleceniem takiego kształtowania procesu fuzji lub przejęcia, aby wiązało się z pomnażaniem wartości przedsiębiorstwa.

Ocena efektywności branżowych fuzji i przejęć w warunkach rozwiniętej i rozwijającej się gospodarki rynkowej nie wypada jednoznacznie. Badania przeprowadzone przez różne środowiska zarówno naukowe, jak skupione wokół biznesu dają różne wyniki. Z badań Jensena i Rybacka oraz Kaplana i Weisbacha¹² odnoszących się do fuzji i przejęć wynika, że fuzje i przejęcia prowadzi do wzrostu wartości dla przejmującego i przejmowanego. Do podobnych spostrzeżeń, co do przejmującego doszli Jarrel, Brickley oraz Netter¹³, ustalając, że nadzwyczajne zyski akcjonariuszy firmy przejmującej w latach 60-tych wynosiły 4 %, w 70-tych przeszło 2%, natomiast w latach 80-tych spadły do około 1%.

Z kolei z przeprowadzonych przez dwie specjalistyczne firmy doradcze badań empirycznych, a mianowicie: KPMG i McKinsey & Company wynikają przeciwne ustalenia. Z badań pierwszej z nich¹⁴ wynika bowiem, że tylko 17% transakcji doprowadziło do zwiększenia wartości firm uczestniczących w transakcjach fuzji lub przejęcia, 30% transakcji nie przyniosło ani wzrostu, ani spadku wartości, a aż 53% transakcji wiązało się ze spadkiem wartości przedsiębiorstw biorących udział w fuzji lub przejęciu. Można zatem powiedzieć, że w 83% transakcje fuzji i przejęć nie doprowadziły do wzrostu wartości rynkowej. Efektywność fuzji i przejęć na światowym rynku kontroli przeanalizowała również firma doradcza McKinsey & Co.¹⁵ Uzyskane badania pokazały, że tylko 50% transakcji

in global markets: a case study of American and Japanese competition in the British market, "Journal of International Business studies", t.23, nr 3/1992, s. 419-442 oraz Brealey M., Myers: Principles of Corporate Finance, wyd. 5, McGraw-Hill, 1996, New York

¹² Por. Jensen M.C., Ruback R.S.: The Market for Corporate Control: A Scientific Evidence, „Journal of Financial Economics”, 1992, vol.47, Kaplan S.N., Weisbach M.S.: The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, "Journal of Finance", 1992, vol 47

¹³ Por. Jarrel G.A., Brickley J.A., Neeter J.M.: The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980, "Journal of Economic Perspective", nr 2, 1988

¹⁴ KPMG badaniem objęła przeszło 700 międzynarodowych transakcji przejęć i fuzji dokonanych w latach 1996-1998. Jako kryterium powodzenia danej transakcji firma przyjęła wartość rynkową przedsiębiorstwa lub przedsiębiorstw przeprowadzających fuzje lub przejęcie. Zbadano cenę rynkową akcji przed i po transakcji. W celu zapewnienia poprawności wyceny akcji firm dla każdej z nich wyznaczono linie trendu przed transakcją. Po upływie około roku porównano linie trendu firm uczestniczących w transakcji i branży, w której działają z ich aktualnymi cenami rynkowymi (giełdowymi).

¹⁵ Firma McKinsey & Co. przeanalizowała 500 transakcji dokonanych w latach 1996-1998. Za kryterium powodzenia transakcji przyjęła ona poziom ceny akcji przejmującego na 5 dni przed i po ogłoszeniu publicznego

doprowadziła do wzrostu wartości przedsiębiorstwa przejmującego.

Niską efektywność przejęć i fuzji poziomych potwierdzają także badania, którymi objęto menedżerów spółek uczestniczących w transakcjach fuzji lub przejęć w ramach rozwiniętych gospodarek rynkowych¹⁶. Okazało się, że tylko 49% menedżerów oceniło fuzje lub przejęcie za zakończone sukcesem. Potwierdzałyby to wcześniej wspomniane wyniki badań, zgodnie z którymi 50- 70 % przejęć nie dostarcza oczekiwanych wyników. Ponadto badania te potwierdziły, że w odniesieniu do fuzji lub przejęć branżowych występuje duże zróżnicowanie ich efektów. Na przykład, 56% menedżerów odnotowało, że przejęcie lub fuzja zwiększyła łączny udział w rynku połączonych firm, natomiast aż 41% menedżerów była przekonana, że przejęcie nie pomogło firmom w zdobyciu większego udziału w rynku¹⁷. Podobnie 53% menedżerów wskazało, że przejęcie poprawiło zyskowność, podczas gdy 47% menedżerów nie odnotowało zmian zyskowności połączonych firm. To potwierdzałyby wyniki badań przeprowadzonych przez Meeksa, a następnie Kumara i Socha. W okresie 3 i 5 lat po fuzji lub przejęciu odnotowali oni tylko w odniesieniu do 40% transakcji poprawę rentowności¹⁸. Z drugiej jednak strony nawiązując do badań Healy'ego i innych wykorzystujących jako miernik osiąganych wyników finansowych przepływy pieniężne zamiast zysków księgowych można zauważyć, że firmy połączone wykazały znaczącą poprawę rentowności aktywów na tle swoich branż.

Z kolei w zakresie synergii kosztowych tylko 46% menedżerów przyznawało się do dostrzeżenia oszczędności w zakresie kosztów. Jednocześnie okazało się, że synergie przychodowe i możliwości innowacyjne połączonych przedsiębiorstw dostarczyły wielu korzyści, szczególnie w obszarze pokrycia rynku. Aż 64% menedżerów dostrzegło korzyści z poszerzenia poprzez fuzje lub przejęcie linii produktów oraz zasięgu geograficznego w 70%. W mniejszym stopniu menedżerowie zauważali korzystne zmiany w zakresie jakości produktu oraz zwiększenia możliwości w sferze badań i rozwoju (około 49% wskazań). Przejęcia stały się skutecznym sposobem dla nabywcy na wzrost na nowych rynkach i zdobycie dostępu do produktów komplementarnych, marki i konkretnej wiedzy i umiejętności. Dla przykładu w 58% transakcji fuzji i przejęć dokonywanych na najbardziej rozwiniętych rynkach kontroli siłą sprawczą było zapewnienie firmie przejmującej dostępu do nowej marki lub nowych produktów oraz nowych kompetencji w zakresie zarządzania, logistyki, marketingu, itd. Na podstawie badań, którymi zostali objęci menedżerowie spółek przejmujących na rozwiniętych rynkach kontroli krajów ODCE¹⁹ wyodrębniono następujące transfery kompetencji od firmy celu do firmy przejmującej: 1/ Innowacje w produkcji, 2/ Know-how produkcji, 3/ Sieć sprzedaży, 4/ Marka produktu, 5/ Doświadczenie marketingowe, 6/ Doświadczenie w logistyce, 7/ Ogólne doświadczenie w zarządzaniu firmą.

wezwania do sprzedaży akcji.

¹⁶Por. Zarządzanie strategiczne. Firma na rynku globalnym, LIBER, Warszawa, 2004, s. 306

¹⁷ Warto odnotować, że w ostatnich czasach następują istotne zmiany i przewartościowania podejścia do warunków tworzenia wartości przedsiębiorstwa, wyrażające się w poszukiwaniu przede wszystkim stref zysku zamiast możliwości zwiększenia sprzedaży i zwiększenia udziału w rynku, w dużej mierze za sprawą opracowania A.J. Slyvotzky, D.J. Morrison, B. Adelman: Strefa zysku. Strategiczne modele działalności, PWE, 2000, Warszawa

¹⁸ Badania Meeksa były prowadzone w latach 1964-1971 i odnosiły się do 164 firm brytyjskich, Kumar przeprowadził analizę wpływu przejęć dokonanych w latach 1967-1974 na rentowność 241 firm brytyjskich, natomiast Cosh realizował badania w odniesieniu do transakcji przejęć przeprowadzonych w latach 1967-1970 na próbie 225 firm. Przyjęta przez każdego badacza metodologia badań zakładała porównanie zysków osiągniętych po przejęciu ze średnią ważoną zysków firm przed przejęciem. Aby wyeliminować zmiany zysków spowodowane czynnikami niezależnymi od przejęć, zyski te obliczono w relacji do wyników osiągniętych w branżach, w których działają łączące się przedsiębiorstwa lub w relacji do wyników próby przedsiębiorstw, które nie uczestniczyły w przejęciu.

¹⁹ Por. Zarządzanie strategiczne. Firma na rynku globalnym, LIBER, Warszawa, 2004, s. 304

Menedżerowie spółek przejmujących wysoki poziom transferu kompetencji ze spółek przejętych do firm przejmujących zauważyli w zakresie: marki produktu (do tego przyznawało się blisko 35% menedżerów), innowacji w produkcie, know-how produkcji oraz sieci sprzedaży (około 20-26% menedżerów przyznawało się do dostrzegania danego transferu). Efekty synergii przychodowej poprzez pozyskanie marki dobrze ilustruje przypadek przejęć dokonanych na rodzimym rynku przez firmę Maspex w odniesieniu do zakładu w Olsztynku i marki Kubuś oraz zakładu i marki Tymbark. Efekty synergii uzyskane przez firmę Maspex w drodze transferu marki są wymierne: sok Kubuś miał w 2001 r. prawie 45% udział, a soki Tymbark blisko 23% udział w wartości sprzedaży soków w Polsce²⁰.

Rosnące znaczenie synergii operacyjnych, w tym szczególności synergii przychodowych, na dokonywane fuzje i przejęcia branżowe uwidacznia się w:

1/ Opieraniu fuzji i przejęć na przedsiębiorstwach o dobrej sytuacji finansowej. Na podstawie zgromadzonych danych można stwierdzić, że przejęć dokonują generalnie silne ekonomicznie firmy. Wyniki firmy dokonującej przejęcia w warunkach rozwiniętej gospodarki rynkowej były w 58% przypadków lepsze od średniej branżowej i w 31 % przypadków przynajmniej takie same, jak średnia branżowa²¹. Z podobną sytuacją mamy do czynienia w przypadku przejęć w ramach gospodarki rozwijającej się. W 67% wyniki finansowe firmy przejmującej były lepsze od średniej branżowej, a 22% firm przejmujących miały wyniki finansowe nie gorsze od średniej w branży.

Z drugiej strony widać wyraźnie, że firmami- celami przejęcia branżowego są też spółki o dobrej kondycji finansowej. W warunkach rozwiniętych gospodarek rynkowych ponad dwie trzecie firm przejmowanych uzyskiwało wyniki tak dobre, a nawet lepsze niż branża. Ten sam obraz wyłania się w odniesieniu do przejęć realizowanych w ramach gospodarek rozwijających się. Dla przykładu w 74% spółek przejętych w publicznym rynku kontroli w Polsce legitymowała się nie gorszymi wynikami finansowymi niż branża.

2/ Uwzględnianiu takich firm-objektów przejęć, które mają znaczny potencjał ekonomiczny, a jeżeli zachodzi konieczność także restrukturyzacyjny; zdyskontowany strumień przychodów po restrukturyzacji powinien wynosić 50-80% ceny zapłaconej za nabywane przedsiębiorstwa,

3/ Dobieraniu firm do fuzji lub przejęcia, które posiadają stabilną pozycję rynkową- w trakcie procesu integracji powinny być one raczej układem generującym niż konsumującym środki finansowe,

4/ Dobieraniu firm- obiektów przejęć, które co prawda nie mają dużego udziału w rynku, ale są sferą zysku; w konsekwencji chodzi tutaj o dążenie do określenia tych przekrojów i wymiarów rynku, które są najbardziej prawdopodobnymi obszarami generowania zysku dzięki integracji przedsiębiorstw, niekoniecznie przez wzrost ich łącznego rynkowego udziału,

5/ Uwzględnianiu firm do przejęcia, które reprezentują relatywnie niskie koszty i zadłużenie, aby nie zwiększyć przez podwyższone ryzyko finansowe i tak znaczącego, a czasem jeszcze narastającego ryzyka towarzyszącego integracji przedsiębiorstw,

6/ Poszukiwaniu firmy do przejęcia uosabiającej takie kombinacje aktywów materialnych i niematerialnych, które tworzą największą zyskowość, a w konsekwencji wartość ekonomiczną oraz unikaniu kombinacji tę wartość niszczących.

Fuzje i przejęcia poziome są kluczowym sposobem realokacji zasobów w

²⁰ Zob. Suszyński C.: Restrukturyzacja konsolidacja globalizacja przedsiębiorstw, PWE, 2003, Warszawa, s. 310

²¹ Badania były prowadzone przez Capron Laurence i jej współpracowników z INSEAD w odniesieniu do 2000 firm sektora produkcyjnego, które zdecydowały się przejąć konkurenta z tej samej branży. Okres badań został tak wybrany (lata 1988-1992), aby nie brać pod uwagę ostatnich transakcji, gdzie konsolidacja jeszcze nie została zakończona oraz starszych transakcji przejęć, które mogą być na kolejnym etapie. Wybrane firmy z Wielkiej Brytanii, Francji, Niemiec i Stanów Zjednoczonych reprezentują szeroki zakres branż.

gospodarce²². Rosnąca mobilność kapitału w formie fuzji i przejęć przyczyniła się znacząco do wzrostu gospodarek narodowych i światowej (w ostatnim półwieczu nastąpił przeszło 5-krotny wzrost gospodarki światowej) oraz handlu zagranicznego blisko 12-krotnie, itd. Naturalnym przedłużeniem tych tendencji- kolejną pochodną fuzji i przejęć, w tym także o charakterze horyzontalnym, staje się wzrost profesjonalizacji działań przedsiębiorstwa (wskutek tworzenia i wdrażania nowoczesnych technologii oraz doskonalenia wiedzy i umiejętności) oraz wyborów przedsiębiorstwa (następują w wyniku integracji przeobrażenia w zakresie motywów działania jednostek i całych struktur, wykształcanie się nowych wartości i hierarchii). Prowadzą one do powstania współczesnej kultury organizacji, jako swoistego, bardzo istotnego w wymiarze strategicznym i operacyjnym stygmatu „miękkich” determinant wzrostu i rozwoju przedsiębiorstwa²³. Przeobrażenia w tym względzie, będące pochodną fuzji i przejęć branżowych, dla przedsiębiorstwach gospodarek rozwijających się, podlegających transformacji są znacznie mniejsze. Różnice w punkcie startu do zasadniczych zmian poprzez fuzje i przejęcia odbija się konsekwentnie na zróżnicowaniu stopnia dojrzałości wdrażanych rozwiązań oraz wielkości osiągniętych efektów.

Fuzje i przejęcia branżowe mogą uwzględniać potrzebę restrukturyzacji. Tym samym procesy te mogą być zacznem do restrukturyzacji spółki przejmowanej. Procesy konsolidacyjne, jako narzędzie restrukturyzacji przejętych przedsiębiorstw, szczególnie dużą rolę odgrywają w przejmowanych spółkach gospodarek rozwijających się. Jak wynika z badań²⁴ przeprowadzonych przez Katedrę Zarządzania przedsiębiorstwem SGH w firmach przejętych przez branżowych inwestorów najczęściej dochodziło do restrukturyzacji organizacyjnej, technicznej i rynkowej (marketingowej). Zmiany podlegały w szczególności na:

1. Wdrażaniu nowoczesnych technologii produkcyjnych (nowe linie produkcyjne, know-how,
2. Tworzeniu i rozwoju zintegrowanych struktur marketingowo-logistycznych powiązanych z ogniwami kształtowania jakości,
3. Wydzieleniu i wyodrębnieniu ze struktury przedsiębiorstw funkcji i procesów wspierających i pomocniczych w celu ograniczenia kosztów i skoncentrowaniu przedsiębiorstwa na działalności podstawowej, tworzącej gros wartości dodanej,
4. Wdrażaniu podstaw zarządzania strategicznego i nowej wizji celów i zakresu działania przedsiębiorstwa, opartego na rynkowej reorientacji działań przedsiębiorstwa,
5. Wyrażnym wzmocnieniu pozycji właścicieli w procesach decyzyjnych oraz uzależnieniu wynagrodzeń menedżerów i innych pracowników od efektów ekonomicznych przedsiębiorstwa,
6. Wydzieleniu w przedsiębiorstwie centrów zysków i centrów kosztów, jako rozwiązań usprawniających zarządzanie całością firmy.

Zakres fuzji i przejęć, a w konsekwencji i restrukturyzacji branż gospodarek rozwijających się, jest pochodną polityki rządu i decyzji administracyjnych. Po więcej niż 10 latach przemian ustrojowych w Polsce w większości branż wciąż występuje swoisty stan „przedkonsolidacyjny”. Częste upolitycznienie lub wręcz klientelizm wyborczy powodowały doraźne nasilenie bądź hamowanie konsolidacji w wybranych obszarach gospodarki, wdrażanie kosztownych rozwiązań, nie tyle wynikających z stosowania rachunku

²² Por. Suszyński C.: Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw, PWE, 2003, Warszawa, s. 205-206, Copeland T.E., Feston J.F. Weston: Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley, 1983, Ontario, Ontario. 560, Walkiewicz R.: Rola fuzji i przejęć w rozwoju rynku kapitałowego, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, AGH, 2002, Warszawa, s.51-52

²³ Por. Krzysztofek J.: Janusowe oblicze globalizacji, „ Rzeczpospolita” nr 137/2000, s. B7, Suszyński C.: Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw, PWE, 2003, Warszawa, s. 205-206

²⁴ Por. Strużycki M.: Doskonalenie procesów zarządzania w przedsiębiorstwach przedsiębiorstwach świadomość menedżerska, AGH, 2001, Warszawa

ekonomicznego, ile zależnych od bieżącej koniunktury i nastrojów politycznych.

Relokacyjny wymiar fuzji i przejęć, tym także o charakterze poziomym, wiąże się z przyśpieszaniem rozwoju rynku finansowego i dojrzewaniem do tego niezbędnej infrastruktury. Rozwijają się instytucje i mechanizmy rynków kapitałowych, szybko przybierających postać rynków ponadnarodowych. Skala i złożoność procesów fuzji i przejęć branżowych sprawiają, iż rozwija się cały układ wsparcia transakcji kapitałowych – nowoczesnej bankowości inwestycyjnej, pozabankowych instytucji finansowych, firm świadczących specjalistyczne usługi doradztwa strategicznego, audytu itp. Podmioty te nie tylko spełniają funkcje obsługi całego procesu fuzji lub przejęcia, lecz są również źródłem tworzenia wzrostu wartości dla firm, katalizatorem dalszych przemian i postępu.

Fuzje i przejęcia branżowe spełniają nie tylko funkcję relokacyjną i restrukturyzacyjną. Mogą powodować także tendencje do monopolizowania rynków. W odniesieniu do układu branżowego, nastąpiło ostatnimi czasy, odejście od restrykcji antymonopolowych. Obserwuje się wzrost tolerancji dla procesów monopolizacji branż gospodarczych²⁵. Konsolidacja rynkowa wyraża się jednak nie tylko w zwiększaniu koncentracji po stronie podażowej rynku. Z budowaniem przewagi konkurencyjnej skonsolidowanych przedsiębiorstw wiąże się kompleksowa działalność służąca bezpośredniemu zaspokajaniu klientów.

6. Podsumowanie

Fuzje i przejęcia branżowe dokonywane w gospodarkach rozwiniętych i rozwijających się mają cechy wspólne, ale i odróżniające. Cechy specyficzne fuzji i przejęć poziomych realizowanych w obrębie gospodarek rozwijających się wynikają głównie z konieczności przeprowadzania głębokiej transformacji ustrojowej, szybkiego w stosunku do możliwości absorpcji włączania się przedsiębiorstw do gospodarki globalnej, opóźnień startu i niedojrzałości przedsiębiorstw do reagowania na zmiany i wdrażania nowych rozwiązań oraz niedoskonałości szeroko rozumianych instytucji odnoszących się do fuzji i przejęć. Praktyka fuzji i przejęć branżowych, dokonywanych zarówno w warunkach gospodarek rozwiniętych, jak i rozwijających się pokazuje, że motywy przedsiębiorstw jakkolwiek zbieżne mogą się różnić. Fuzje i przejęcia dokonywane przez przedsiębiorstwa gospodarek rozwiniętych wiążą się, bowiem nie tylko strategiami multilokalnymi, które są charakterystyczne dla przedsiębiorstw krajów rozwijających się, ale także ze strategiami globalnymi. Z kolei ocena skutków branżowych fuzji i przejęć nie jest jednoznaczna. Dzięki retrospektywnemu prześledzeniu zmian zachodzących w obrębie fuzji i przejęć horyzontalnych udało się wyjaśnić „falowość” tych procesów.

Ponadto można też spróbować zaprojektować dalsze ich zmiany. Wydaje się wysoce prawdopodobne, że w kolejnych latach czeka nas dalsza konsolidacja branżowa, w szczególności nasilająca się w warunkach gospodarek rozwijających się, ze względu na to, że większość branż jest w dalszym ciągu rozdrobniona i słaba ekonomicznie. Nie oznacza to wcale, że intensywność tych procesów w poszczególnych branżach będzie taka sama. Uwarunkowania ogólne, ale przede wszystkim specyficzne, odnoszące się do konkretnej branży, o tym fundamentalnie przesądzą.

²⁵ Blokowanie koncentracji przedsiębiorstw przez Komisję Europejską było przedmiotem krytyki płynącej z kręgów polityki, nauki i biznesu. Często podnoszono argument, że restrykcyjna polityka KE prowadzi do zmniejszenia konkurencyjności europejskich przedsiębiorstw na globalnych rynkach zdominowanych przez amerykańskie przedsiębiorstwa. Komisja Europejska zmniejsza restrykcyjność podejścia do kwestii konsolidacyjnych, co wyraża się tym, że w 2002 r. na 199 decyzji w sprawie fuzji firm ani jedna nie była negatywna.

SPIS LITERATURY:

1. Buckley A.: Inwestycje zagraniczne. Składniki wartości i ocena, PWN, 2002, Warszawa,
2. Brealey M., Myers: Principles of Corporate Finance, wyd. 5, McGraw-Hill, 1996, New York,
3. Copeland T.E., Fester J.F. Weston: Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley, 1983, Ontario, Ontario. 560,
4. Chandler A.D.: Strategy and Structure, The MIT Press, 1962, Cambridge, s. 14-16,
5. Copeland T., Fester J.F.: Financial Theory and Corporate Policy, Addison Wesley, 1998, Reading,
6. Czechowicz T., Piecek G.: Właściwy wybór formy i typu fuzji jako element wzrostu wartości przedsiębiorstwa, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 916/2001,
7. Doyle P., Saunders J. I Wong V.: cooperation in global markets: a case study of American and Japanese competition in the British market, " Journal of International Business studies", t.23, nr 3/1992, s. 419-442
8. Dunning J.H., Rugman A.M.: The influence of Hymers dissertation on the theory of foreign direct investment, AEA Papers and Proceedings", t. 75, nr 2/1985, s. 228-233
9. Głębocka-Zielińska: Potencjał konkurencyjny polskiego przemysłu w warunkach integracji europejskiej, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, 2003, Gdańsk.,
10. Graham E.M.: Exchange of threat between multinational firm as an infinitely repeated non-cooperative game, „ International Trade journal”, t. 4, nr 3/ 1990, s. 259-277,
11. Hooke J.C.: Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję?, LIBER, 2002, Warszawa,
12. Jarrel G.A., Brickley J.A., Neeter J.M.:The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980, "Journal of Economic Perspective, nr 2, 1988
13. Jensen M.C., Ruback R.S.: The Market for Corporate Control: A Scientific Evidence, „ Journal of Financial Economics", 1992, vol.47,
14. Johanson J., Vahlne J.: The internalization process of the firm, "Journal of International Business Studies", t.8, nr 1/ 1977, s.23-32,
15. Johnson H.: Fuzje i przejęcia. Narzędzie podejmowania decyzji strategicznych, LIBER, 2000, Warszawa,
16. Kaplan S.N., Weisbach M.S.: The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, "Journal of Finance", 1992, vol 47
17. Knickerbocker F.T.: Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise, Harvard University Press, 1973, Boston, MA
18. Krajewski J.: Przejmuj albo będziesz przejęty, „Finansista", nr5/2004, s. 12-13,
19. Kraszewski W.: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne na tle świata, Dom Organizatora, 2004, Toruń,
20. Krzysztofek J.: Janusowe oblicze globalizacji, „ Rzeczpospolita" nr 137/2000, s. B7,
21. Lewandowski M.: Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych, WIG-Press, 2001, Warszawa
22. Mistrala J.: Współczesne teorie wymiany międzynarodowej i zagranicznej polityki ekonomicznej, Wyd. AGH, 2001, Warszawa,
23. Navarett GB. Multinational Corporations and Global Production. Centre for Economic Research, 2001,
24. Piecek G.: Wpływ fuzji i przejęć na wartość rynkową uczestników transakcji, „Nasz Rynek Kapitałowy", nr 2/2004, s. 112-116
25. Piecek G.: Premia za kontrolę na polskim rynku kapitałowym- cz.I, „ Nasz Rynek Kapitałowy", nr 10/2004, s.81-84,
26. Raport - Rynki kontroli w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, rok 2001i rok 2002,

- PricewaterhouseCoopers Polska, www.pwc.com/mandace
27. Rappaport A., Sirower M.: Stock or Cash? "Harvard Business Review", 1999, Nowember-December,
 28. Seweryn K.: Kolejny record w kupowaniu firm w 2000 roku, „Zarządzanie na świecie” nr 4/2001, s. 30-34,
 29. Slyvotzky A.J., Morrison D.J., Adelman B.: Strefa zysku. Strategiczne modele działalności, PWE, 2000, Warszawa
 30. Sroka W.: Alianse strategiczne jako główne strategie w warunkach globalizacji – aspekt praktyczny, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, nr 34/ 2004, s.469-477
 31. Stabryła A.: Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy, PWN, 2002, Warszawa,
 32. Strużycki M.: Doskonalenie procesów zarządzania w przedsiębiorstwach przedsiębiorstwach świadomość menedżerska, AGH, 2001, Warszawa
 33. Sudarsanam S.: Fuzje i przejęcia, WIG PRESS, 1998, Warszawa,
 34. 33.Suszyński C.: Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw, PWE, 2003, Warszawa, s. 205-206,
 35. Walkiewicz R.: Rola fuzji i przejęć w rozwoju rynku kapitałowego, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, AGH, 2002, Warszawa, s.51-52,
 36. Więclaw E.: Fuzje i przejęcia.Mniej transakcji w 2002 roku, „Rzeczpospolita”, nr 21/ 2003, s. B7
 37. Yu C.M. i Ito K.: Oligopolistic reaction and foreign direct investment: the case of the US tire and textiles industries, “ Journal of International Business Studies, t. 20, s. 449-460,
 38. Zarządzanie strategiczne. Firma na rynku globalnym, LIBER, Warszawa, 2004.