

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΑΘΗΜΑΤΟΣ
"ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ, ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ"

Πανεπιστήμιο Πειραιώς ,
Υπεύθυνος Μαθήματος
Καθ. Δημήτρης Κάμπης

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ ΣΗΜΕΙΩΜΑ ΣΤΙΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΤΩΝ ΕΝΟΠΟΙΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η κατά περιόδους εμφανιζόμενη έντονη δραστηριότητα των επιχειρήσεων μέσω ενοποιήσεων και συγχωνεύσεων σε συγκεκριμένους κλάδους της επιχειρηματικής δραστηριότητας ή αδιακρίτως έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον πολλών ερευνητών από διαφορετικά γνωστικά αντικείμενα όπως: βιομηχανική οργάνωση και στρατηγικό management (ερευνητές όπως: Montgomery & Singh, 1984, Ravenscroft & Scherer, 1987, κ.α), χρηματοοικονομική διοίκηση (όπως οι: Mueller, 1980, Dodd & Ruback, 1977, Rumelt, 1974 κ.α), οικονομική επιστήμη (όπως οι: Bouimol, 1991, Stiglitz, 1991, Scherer, 1986 κ.α), management (όπως: Ansoff, 1965, Johnson & Scholes 1988, Porter 1980), και οικονομική ιστορία (όπως οι Nelson, 1959, Parkinson, 1974, Markham, 1955).

Παρ' όλη την έντονη ακαδημαϊκή δραστηριότητα στο γνωστικό αντικείμενο των Σ & Ε έχει διαγνωσθεί η ανάγκη από ερευνητές όπως οι Hirschleifer, 1991, Stiglitz, 1991 και Scherer, 1986 ύπαρξης μιας πολυπαραμετρικής ανάλυσης του "φαινομένου των ενοποιήσεων ΑΣ" Έτσι ώστε να αναγνωρισθούν τόσο οι συνθήκες/αίτια που το προκαλούν, όσο και οι επιπτώσεις σε μικρό και μακροοικονομικό επίπεδο.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός του παρόντος είναι να δώσει μια σφαιρική προσέγγιση του θέματος "Ενοποιήσεις και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων" σε κάθε προπτυχιακό φοιτητή που μελετά για το εν λόγω γνωστικό αντικείμενο.

Η δομή των σημειώσεων που επιλέχθηκε βασίζεται στην διεπιστημονική (multidisciplinary) προσέγγιση του γνωστικού αντικειμένου "Ενοποιήσεις και Συγχωνεύσεις Επιχειρήσεων" αναλύοντας έτσι τις μικροοικονομικές θεωρίες στις οποίες στηρίζονται οι θεωρίες των ενοποιήσεων και συγχωνεύσεων αλλά και παρουσιάζοντας συγχρόνως επιμέρους θέματα που άπτονται του γνωστικού αντικειμένου της λογιστικής, χρηματοοικονομικής, νομικής και management.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι: ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΝΤΑΣ ΚΟΙΝΟ ΚΩΔΙΚΑ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ....

ΣΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΝΟΠΟΙΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το πρώτο κεφάλαιο των σημειώσεων "Ενοποίησης και Συγχωνεύσεως των Επιχειρήσεων" αφιερώνεται στην ανάπτυξη ενός κοινού κώδικα επικοινωνίας με σκοπό να διευκολύνει τους σπουδαστές στις συχνές αναφορές άλλων γνωστικών αντικειμένων και προκειμένου να οριστούν εννοιολογικά οι διάφορες μορφές ενοποιήσεων και συγχωνεύσεων.

Η διεπιστημονική (multidisciplinary) προσέγγιση του αντικείμενου "Ενοποίησης και Συγχωνεύσεως Εταιρειών" προαπαιτεί καλή γνώση τόσο της μικροοικονομικής θεωρίας στην οποία εδράζονται (στηρίζονται) όλες οι επιμέρους θεωρίες ανεξάρτητα γνωστικού αντικείμενου, αλλά και βασικές αρχές χρηματοοικονομικής λογιστικής, χρηματοοικονομικής διαχείρισης, στρατηγικού management και marketing. Βασικές λοιπόν έννοιες οι οποίες θα χρησιμεύσουν ως εργαλεία ανάλυσης αναπτύσσονται περιεκτικά δίνοντας πληθώρα βιβλιογραφικών αναφορών για τους σπουδαστές που θα θελήσουν να εντρυφήσουν σε μεγαλύτερο βάθος στο αντικείμενο.

Θα έπρεπε ίσως να επαναλάβουμε κάτι κοινότυπο αλλά ουσιαστικό, το γεγονός ότι δεν υπάρχουν φραγμοί και σύνορα ανάμεσα στα διάφορα γνωστικά αντικείμενα επιβεβαιώνεται περίτρανα στη περίπτωση των "Ενοποιήσεων – Συγχωνεύσεων και Αποτίμησης των Επιχειρήσεων".

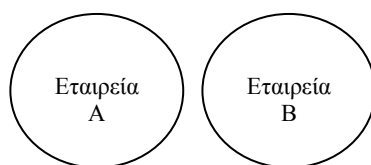
ΟΡΙΣΜΟΙ

- "**Ενοποίηση**" (**Merger**) αναφέρεται στην επιχειρηματική απόφαση συνένωσης δύο εταιρειών που μετά την ολοκλήρωση των απαιτούμενων κατά νομοθεσία διαδικασιών προκύπτει ένα νέο νομικό πρόσωπο.

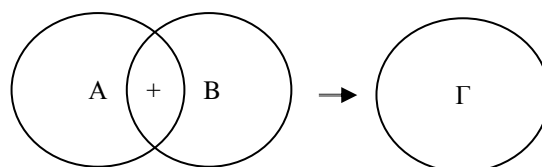
-

Διάγραμμα I.

πριν την ενοποίηση



μετά την ενοποίηση

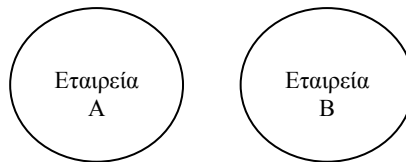


Η "ενοποίηση" είθισται να συναντάται ως διαδικασία συνεργασίας - συνένωσης δύο ισομεγέθων εταιρειών και με συναίνεση των μερών.

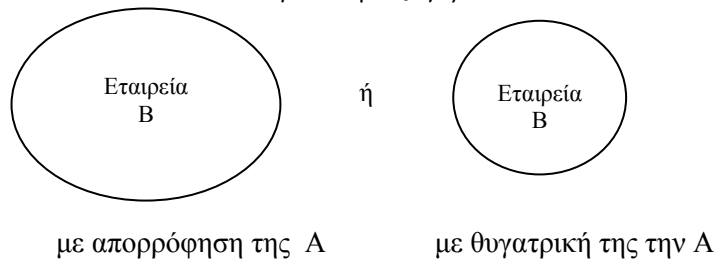
- **Εξαγορά** (**Acquisition**) αναφέρεται στη περίπτωση που μια εταιρεία αναλαμβάνει τον έλεγχο μιας άλλης συνήθως μετά από συμφωνία των μερών. Η "εξαγορά" εταιρειών συνήθως λαμβάνει χώρα ανάμεσα σε δύο ή περισσότερες ανίσου μεγέθους εταιρείες - νομικά πρόσωπα.

Διάγραμμα II

πριν την εξαγορά



μετά την εξαγορά



- **Απόκτηση Ελέγχου (Takeover - Hostile Takeover)** αναφέρεται στη περίπτωση που μια εταιρεία αναλαμβάνει τον έλεγχο μιας άλλης συνήθως χωρίς συμφωνία των μερών. Η "απόκτηση ελέγχου" εταιρειών συνήθως λαμβάνει χώρα ανάμεσα σε δύο ή περισσότερες ανίσου μεγέθους εταιρείες - νομικά πρόσωπα.
- **Management Buy Out - MBO** αναφέρεται στη περίπτωση που μια επιχείρηση εξαγοράζεται από το υφιστάμενο σχήμα των διαχειριστών της κάνοντας χρήση κάποιας μορφής μόχλευσης [leverage].
- **Συνεργασία (Joint Venture)** αναφέρεται στη συνεργασία δύο ή περισσότερων νομικών προσώπων με σκοπό μια συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα ή έργο [project] ή την συνεκμετάλλευση μιας συγκεκριμένης γεωγραφικά αγοράς κάνοντας χρήση κοινών συντελεστών παραγωγής.

Συγκριτικός Πίνακας Μορφών Συνεργασίας Εταιρειών

Χαρακτηριστικά συνεργασίας κατά περίπτωση	Μέγεθος Συνεργαζομένων Εταιρειών	Εταιρικό Σχήμα που προκύπτει	Συναίνεση Μερών
Μορφές συνεργασίας			
A. Merger	ισομεγέθες	νέον	υπαρκτή
B. Acquisition	ανισομεγέθες	υφιστάμενο	υπαρκτή
Γ. Takeover	ανισομεγέθες	Υφιστάμενο/νέο	υπαρκτή
Δ. Hostile Takeover	ανισομεγέθες	Υφιστάμενο/νέο	ανύπαρκτη
E. MBO	-	Υφιστάμενο	υπαρκτή
Z. Joint Venture	Άνευ ιδιαίτερης αξίας	Κ/Ξ [διατήρηση υφισταμένων Ν.Π.]	υπαρκτή

- **Βιομηχανικός Κλάδος (Industry)**, ορίζεται το σύνολο των εταιρειών που παράγουν τα ίδια προϊόντα ή υπηρεσίες έτσι όπως αυτά ταξινομούνται από τη Στατιστική Υπηρεσία (για την Ελλάδα εφαρμογή έχει το ΣΤΑΚΟΔ - Στατιστική Κωδικοποίηση Επιχειρηματικής Δραστηριότητας).
Σε διεθνές επίπεδο εφαρμογής για την ομαδοποίηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας έχει το *Standard Industrial classification (SIC)* (βλέπε Παράρτημα ΣΤΑΚΟΔ)

- **Μορφές αγοράς:** ως μορφές αγοράς ορίζεται επιλεγμένος αριθμός οργανωτικών χαρακτηριστικών μιας αγοράς που ορίζει τις σχέσεις συναλλαγών ανάμεσα στους πωλητές και τους αγοραστές για συγκεκριμένο προϊόν.

Ως μορφή αγοράς (*market structure*) συνεπακόλουθα, θεωρείται η μελέτη των στοιχείων - κανόνων συμπεριφοράς μιας αγοράς που επιδρούν στην επαφή (*conduct*) και στην απόδοση (*performance*) των επιχειρήσεων που αποτελούν τη συγκεκριμένη αγορά.

Ο πίνακας που ακολουθεί συνοψίζει τα κύρια χαρακτηριστικά των γνωστών μορφών αγοράς:

	No. Πωλητών	No. Αγοραστών	Προϊόν	Τιμή προϊόντος	Πληροφόρηση αγοράς
Μονοπώλιο	1	Αρκετά	ανομοιογενής	Κατά τη κρίση του πωλητή	ατελής
Μονοπωλιακός ανταγωνισμός	πολλή	πολλή	διαφοροποιημένο	διαφοροποιημένο	ατελής
Ολιγοπώλιο	μέχρι 4	πολλή	ανομοιογενής	ανομοιογενής	Ατελής
Τελικός ανταγωνισμός	πολλή	πολλή	ομοιογενής	ομοιογενής	τέλεια

- **Οικονομίες Κλίμακας:** οικονομίες ή αντιοικονομίες κλίμακας αναφέρονται (*economies or diseconomies of scale*) στην επίδραση στο μέσο κόστος παραγωγής για διαφορετικούς βαθμούς παραγωγής, ανά μονάδα στο χρόνο, ενός δεδομένου προϊόντος και όταν όλες οι πιθανές προσπάθειες βελτίωσης έχουν γίνει για να κάνουν τη παραγωγή σε κάθε βαθμό παραγωγής όσο το δυνατόν πιο αποτελεσματική.

Οι οικονομίες κλίμακας σχετίζονται με τη δυναμικότητα ενός εργοστασίου ή μιας επιχείρησης και απεικονίζονται στο σχήμα της καμπύλης μέσου κόστους μακροχρόνια υποθέτοντας ότι οι τιμές των συντελεστών παραγωγής είναι δεδομένες καθώς και η τεχνολογία ότι είναι δεδομένη.

- **Συντελεστές παραγωγής:** ορίζονται ως η Γη, Κεφάλαιο, Εργασία Επιχειρηματικότητα και Πληροφορία που είναι στην ιδιοκτησία φυσικών προσώπων και τους διαθέτουν ελεύθερα (με τη βούλησή τους) στην αγορά κατανομής συντελεστών παραγωγής προκειμένου να λάβουν αντάλλαγμα - εισόδημα ως αυτό ορίζεται από τον Hicks, 1946, "εισόδημα είναι το ποσόν που ένας άνθρωπος μπορεί να καταναλώσει εντός ενός χρονικού διαστήματος και να παραμένει εξίσου ικανοποιημένος - αδιάφορος στο τέλος αυτής της περιόδου όπως ήταν αρχικά".

Συν/στης	(Land) Γη	(Capital) Κεφάλαιο	(Labour) Εργασία	(Entrepreneurship) Επιχειρηματικότητα	(Information) Πληροφορία
Εισόδημα Συντελεστή	Ενοίκιο (Rent)	Τόκο (Interest)	Μισθό (Wage)	Κέρδος (Profit)	Αμοιβή (Fee)

- **Πηγές Κεφαλαίων:** διακρίνονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες
 - > *εσωτερικές πηγές (internal funds)*
 - ίδια κεφάλαια (περιλαμβάνουν το μετοχικό κεφάλαιο, τα κέρδη εις νέον και τα διάφορα αποθεματικά) και
 - αποσβέσεις
 - > *εξωτερικές πηγές*
 - μακροπρόθεσμα ξένα κεφάλαια και
 - βραχυχρόνιες ή μεσοπρόθεσμες υποχρεώσεις.
- **Χρήσεις Κεφαλαίων:** διακρίνουμε επίσης δύο μεγάλες κατηγορίες:
 - πάγια περιουσιακά στοιχεία (υλικά και άυλα)
 - χρηματοδότηση εμπορικού κύκλου εταιρείας (αποθέματα, απαιτήσεις, διαθέσιμα).

- **Μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων**
 - **Μέθοδος επανείσπραξης αρχικά επενδεδυμένων κεφαλαίων:**
(*payback method*) υπολογίζεται σε ποσά χρόνια εισπράττονται οι εκταμιεύσεις επενδεδυμένων κεφαλαίων βάσει των αναμενόμενων κερδών προς είσπραξη. Βασικό της πλεονέκτημα η απλότητα υπολογισμού και βασικό μειονέκτημα η αδυναμία υπολογισμού της διαχρονικής αξίας του χρήματος.
 - **Απόδοση επί της λογιστικής αξίας μιας εταιρείας/επένδυσης:**
(*book rate of return*) υπολογίζεται ως το ποσοστό κέρδους που επιτυγχάνεται επί της λογιστικής αξίας μιας εταιρείας.
Έχει τα ίδια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα όπως η προηγούμενη μέθοδος.
 - **Μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας {*Net Present Value*}:**
υπολογίζεται ως η διαφορά της Παρούσας Αξίας των Εκροών και της Παρούσας Αξίας των Εισροών μιας επένδυσης - Βασικό της στοιχείο είναι ο υπολογισμός των ροών μιας επένδυσης με αναγωγή σε μια δεδομένη χρονική στιγμή κάνοντας χρήση του προεξοφλητικού επιτοκίου.
 - **Μέθοδος του Εσωτερικού Συντελεστή Απόδοσης (*IRR - Internal Rate of Return*),**
ορίζεται ως το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο μηδενίζει τις αναμενόμενες Εκροές και Εισροές μιας επένδυσης.
- **Επενδυτικοί Κίνδυνοι:** δύο μορφές κινδύνου έχει να αντιμετωπίσει κάθε επένδυση : τον λεγόμενο κίνδυνο της αγοράς (*market risk*) και τον κίνδυνο που σχετίζεται με τη συγκεκριμένη επένδυση επιχειρηματική δραστηριότητα (*business risk*). Ο κίνδυνος της αγοράς (**R_m**) θεωρείται ο ίδιος για κάθε επιχείρηση που δραστηριοποιείται σε μια συγκεκριμένη αγορά (θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας - τα περί διεθνοποίησης αγορών), ενώ ο κίνδυνος της συγκεκριμένης επιχειρηματικής δραστηριότητας υπολογίζεται ως το **β** τους συγκεκριμένης επένδυσης που ουσιαστικά αξιολογούν τις συνθήκες πραγματοποίησης ή όχι των αναμενόμενων ροών της επένδυσης.

- **Νεκρό Σημείο Λειτουργίας:** υπολογίζεται ως ο βαθμός παραγωγής μιας επιχείρησης/
(*Break Even Point*) επένδυσης/εργοστασίου που δύναται να καλύψει το σύνολο των σταθερών δαπανών της εταιρείας/ επένδυση /εργοστασίου καθώς και το σύνολο των μεταβλητών δαπανών που αφορούν τη συγκεκριμένη παραγωγή μέχρι αυτού του σημείου υπό τη προϋπόθεση ότι πωλείται στο σύνολό της σε δεδομένη τιμή .

1.1. Στρατηγικός σχεδιασμός

Οι επόμενες παράγραφοι πραγματεύονται το ζήτημα του τρόπου με τον οποίο η επιχείρηση διαμορφώνει τις στρατηγικές της, εφόσον είναι σημαντικό πρώτα να περιγράψουμε το πλαίσιο διαμόρφωσης της στρατηγικής από την επιχείρηση και κατόπιν τις επιμέρους στρατηγικές αυτής..

Η επιχείρηση είναι το αποτέλεσμα μιας εξαιρετικά λεπτής ισορροπίας διαφορετικών και αντιφατικών δυνάμεων. Οι δυνάμεις αυτές θα μπορούσαν να χωριστούν σε δυο μεγάλες κατηγορίες: σε «εσωτερικές» και «εξωτερικές».

Καθήκον της διοίκησης της εταιρείας είναι να προσδιορίσει τις ανάγκες και τις τάσεις των δυναμικών που επηρεάζουν την εταιρεία και να τις «συμβιβάσει» κατά τρόπο επωφελή για την εταιρεία. Ο προσδιορισμός του τι είναι επωφελές ή όχι για την επιχείρηση είναι δύσκολος καθώς έχουμε να κάνουμε με μια δυναμική κατάσταση, γεγονός που σημαίνει ότι αυτό που κρίνεται επωφελές μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή ενδεχομένως να μην είναι επωφελές την επομένη.

Συνήθως, στο μακροχρόνιο στρατηγικό σχεδιασμό¹ προσδιορίζονται τρία στάδια:

1. Η παρούσα θέση της επιχείρησης
2. Η πρόβλεψη για την αντίστοιχη θέση της επιχείρησης σε ένα, δυο ή δέκα χρόνια με την παραδοχή ότι δεν θα έχουν λάβει χώρα αλλαγές και ταυτόχρονα εξετάζεται αν τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγουμε είναι τα επιθυμητά ή εν πάσι περιπτώσει είναι αποδεκτά.
3. σε περίπτωση που τα συμπεράσματα δεν είναι αποδεκτά τι ενέργειες πρέπει να γίνουν από την επιχείρηση. Ποιοι είναι οι κίνδυνοι και τα payoffs που αντιμετωπίζονται?

Τα παραπάνω τρία στάδια θα πρέπει να αντιμετωπισθούν στο γενικό πλαίσιο διαμόρφωσης στρατηγικού σχεδιασμού από την επιχείρηση. Με άλλα λόγια θα πρέπει να συμβαδίζουν με την «Αποστόλη» της επιχείρησης, τους σκοπούς και τις στρατηγικές, λαμβάνοντας ταυτόχρονα υπό όψιν τα πλεονεκτήματα και τις αδυναμίες της επιχείρησης καθώς και τις ευκαιρίες και κίνδυνοι του εξωτερικού περιβάλλοντος.²

Όλα τα παραπάνω περιγράφονται διαγράμματα στο σχεδιάγραμμα 1.

Σε επόμενες παραγράφους θα εξετάσουμε λεπτομερώς τους ειδικούς παράγοντες που επηρεάζουν την τελική διαμόρφωση στρατηγικής της επιχείρησης.

1.2. Θεωρίες και μέθοδοι ανάπτυξης

1.2.1 Μορφές στρατηγικής συμπεριφοράς

Αφού ορίσουμε την «αποστολή» της επιχείρησης και τον σκοπό της, το επόμενο βήμα, στη διαδικασία του στρατηγικού σχεδιασμού είναι να επιλέξουμε ποια η πιες στρατηγικές ταιριάζουν καλύτερα στην κατάσταση.

Δυο ερευνητές ο r.e. miles και ο c.c.snow³ προσδιόρισαν βασικά τρεις τύπους στρατηγικής συμπεριφοράς καθώς και υποστηρικτικά χαρακτηριστικά οργάνωσης τα οποία ονόμασαν defenders, Prospectors και analysers. *Ειδικότερα, οι defenders έχουν στενές και σχετικά σταθερά (πα ορυχεία) . Οι prospectors, όπως η Hewlett Packard, συνεχώς αναζητούν ευκαιρίες και πειραματίζονται συστηματικά για να ανταποκρίνονται*

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ : Η ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΤΩΝ Ε& Α ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟΥΣ ΕΙΔΙΚΟΥΣ ΕΡΕΥΝΗΤΕΣ ΤΩΝ Ε&Α.

2.1 Ορισμοί

Στις ακόλουθες παραγράφους θα προσπαθήσουμε καταρρέον να αναλύσουμε τι σημαίνουν οι όροι ενοποιήσεις και συγχωνεύσεις (take-over και merger), και κατόπιν ποια είναι τα κίνητρα για τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιήσουν αυτές τις τεχνικές.

Σύμφωνα με τους LDR (1960)^{34a} a "take-over" θα μπορούσε να ορισθεί ως μια συναλλαγή ή σειρά συναλλαγών, όπου ένα φυσικό πρόσωπο, ή ομάδα φυσικών προσώπων ή εταιρεία αποχτάει τον έλεγχο των περιουσιακών στοιχείων (assets) μιας εταιρείας, είτε ευθέως, απαιτώντας περιουσιακά της στοιχεία ή εμμέσως αποκτώντας τον έλεγχο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας^{34b}. Οι Weinberg & Blank (1979) ορίζουν ως "merger" μια συμφωνία όπου τα περιουσιακά στοιχεία δύο εταιρειών ενοποιούνται ή έρχονται υπό τον έλεγχο της μιας εταιρείας η οποία έχει ως μετόχους της όλους, ή ουσιαστικά όλους, τους μετόχους των δύο εταιρειών.

Τέλος, ως "take-over bid" υιοθετούμε τον ορισμό των Weinberg & Blank³⁵ οι οποίοι ορίζουν ότι είναι μια τεχνική, που έχει ως αποτέλεσμα μια συγχώνευση ή απορρόφηση. Πρέπει να επισημανθεί, ότι στην περίπτωση της απορρόφησης, η προσφορά (bid) είναι συνήθως παρά τη θέληση του management της εταιρείας που το δέχεται, ενώ στην περίπτωση της ενοποίησης ή προσφορά συνήθως είναι με τη συγκατάθεση του management και των δύο εταιρειών.

2.2 Κατηγορίες συγχωνεύσεων (merger) και απορροφήσεων (take-overs)

2.2.1 Οριζόντιες (Horizontal), Κάθετες (Vertical) και (Conglomerate) Mergers

- i) Horizontal mergers συμβαίνουν, όταν ενοποιούνται δύο εταιρείες, οι οποίες ανήκουν στον ίδιο κλάδο και είναι ανταγωνίστριες π.χ. η ενοποίηση της Τράπεζας της Ν. Υόρκης με την Τράπεζα Irving³⁶.
- ii) Κάθετες Ενοποιήσεις συμβαίνουν, όταν μια από τις δύο εταιρείες είναι ένας υφιστάμενος ή μελλοντικός προμηθευτής ή αγοραστής της άλλης και με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνει καθετοποίηση προς τα εμπρός ή προς τα πίσω ("forward" ή backward linkages), π.χ. το Pacific Dunlop, ένα από τους

κυρίαρχους Αυστραλέζικους Οργανισμούς, απορρόφησε δύο εισηγμένες αυστραλέζικες εταιρείες, τις Nucleus και Telectronics³⁸.

iii) Επέκταση της εταιρείας σε μη σχετικές επιχειρηματικές δραστηριότητες (Conglomerate ή unrelated diversification), συμβαίνει όταν δύο εταιρείες, οι οποίες ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους, ενοποιούνται.

2.2.2 Η ταξινόμηση των E&As κατά Newbould

Ένας άλλος τρόπος ταξινόμησης των E & A σύμφωνα με τον Newbould⁴⁰ μπορεί να γίνει στη βάση του βαθμού συνεργασίας ανάμεσα στις διοικήσεις των δύο εταιρειών.

Ειδικότερα η ταξινόμηση αυτή έχει ως ακολούθως:

- i) Συμφωνηθείσα (agreed) ενοποίηση ή συγχώνευση, στην περίπτωση αυτή η διοίκηση της εταιρείας προς την οποία γίνεται η προσφορά (victim) αποδέχεται την προσφορά ή το συνιστά στους μετόχους ή στην πραγματικότητα οι ίδιοι οι managers προτείνουν την ενοποίηση ή συγχώνευση στην εταιρεία που κάνει την προσφορά (offering firm).
- ii) Αναντίρρητη (unopposed) ενοποίηση ή συγχώνευση. Στην περίπτωση αυτή, η διοίκηση της εταιρείας, η οποία λαμβάνει την προσφορά ούτε αντιτίθεται στην προσφορά ούτε συνιστά απόρριψη.
- iii) Αμυντική (defended) ενοποίηση ή συγχώνευση, όπου η διοίκηση της εταιρείας απορρίπτει την προσφορά και αναλαμβάνει αμυντική δράση.
- iv) Ανταγωνιστική (competitive) E ή A, είναι η περίπτωση όπου μια δεύτερη εταιρεία κάνει προσφορά σε μια εταιρεία, που έχει δεχθεί ήδη προσφορά (bid) για E & A, είτε από δική της πρωτοβουλία είτε κατόπιν προσκλήσεως της διοικήσεως της με την προοπτική μιας καλύτερης προσφοράς από την αρχική.

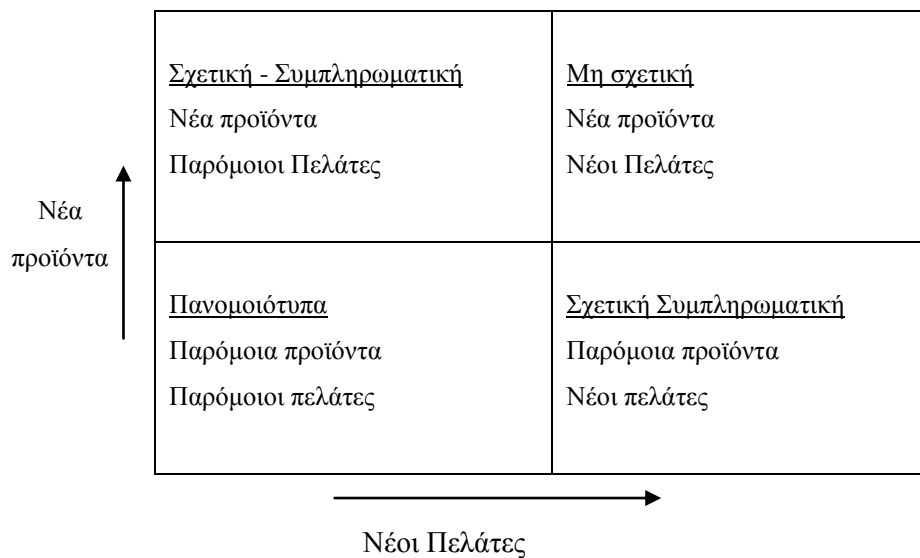
2.2.3 Η ταξινόμηση των E&A κατά J. Didrichsen και A. Howells

Οι Didrichsen^{41a} και Howells^{41b} προτείνουν μια άλλη ταξινόμηση:

- α) Οι απορροφήσεις που έχουν ως αντικείμενο εξαγορά τεχνολογικά προηγμένων επιχειρήσεων αποσκοπούν στην αναβάθμιση και βελτίωση της αλυσίδας προστιθέμενης αξίας προϊόντων ή/και υπηρεσιών της εταιρείας που κάνει την εξαγορά.
- β) Εξαγορά με σκοπό τη βελτίωση της Διεύθυνσης Μάρκετινγκ.
- γ) Εξαγορά επιχειρήσεων ασχέτου επιχειρηματικής δραστηριότητας με σκοπό τη μεγιστοποίηση της απόδοσης σε αναπτυσσόμενους κλάδους.

2.2.4 Η ταξινόμηση των E&A κατά Salter και Weinhold

Τέλος, οι Salter και Weinhold, ταξινόμησαν τις απορροφήσεις βασιζόμενοι στις έννοιες της ανταγωνιστικότητας και σχετικής συμπληρωματικότητας. Η πρώτη έννοια αναφέρεται σε καθετοποίηση (vertical integration) ενώ η δεύτερη σε οριζόντια ανάπτυξη (horizontal integration).



2.3 ΚΙΝΗΤΡΑ ΓΙΑ ΕΝΟΠΙΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Τα κίνητρα για Ε & Α ποικίλουν από περίπτωση σε περίπτωση και διαφορετικοί παράγοντες διαμορφώνουν κάθε φορά την απόφαση για Ε ή Α.

Με δεδομένο ότι οι managers προτιμούν τις Ε ή Α που μεγιστοποιούν την απόδοση των επενδυμένων ιδίων κεφαλαίων μειώνουν τους κινδύνους και είναι ορθολογικοί στις αποφάσεις τους θα παρουσιάσουμε τα σημαντικότερα κίνητρα για Ε ή Α από την πλευρά της εταιρείας που κάνει την προσφορά (acquirer), και τα οποία είναι:

i) Οι προσωπικές φιλοδοξίες των διαχειριστών (managers)

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις οι managers διοικούν τις επιχειρήσεις, οι οποίοι έχουν τις δικές τους προσωπικές φιλοδοξίες και συμφέροντα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να τους είναι δύσκολο να απομονώσουν τα δικά τους προσωπικά κίνητρα στη διαμόρφωση της στρατηγικής της εταιρείας τους. Ο Firth⁵³ (1980) έδειξε ότι οι managers χρησιμοποιούν την τεχνική των Ε & Α για να ανέλθουν σε επαγγελματικά υψηλότερες θέσεις.

ii) Οι Ε & Α μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν ως μια στρατηγική για την μείωση του επιχειρηματικού κινδύνου. Ο πίνακας 1 συνοψίζει τις αναμενόμενες επιδράσεις των στρατηγικών των απορροφήσεων στον επιχειρηματικό κίνδυνο (risk).

TABLE 1. SUMMARY OF PREDICTED INFLUENCES ON RISK				
<i>a) Unsystematic Risk</i>				
<i>INFLUENCES</i>				
ACQUISITION STRATEGIES	PORTFOLIO EFFECT	POSITIVE INTERVENTION	ADMINISTRATIVE PITFALLS	NET EFFECT
Single business mergers	No change	Large decline	Large increase	No change
Vertical mergers	Small decline	Small decline	Increase	No change
Related mergers	Decline	Decline	Increase	Small decline
Unrelated mergers	Large decline	No change	Small increase	Small decline
<i>b) Systematic Risk</i>				
<i>INFLUENCES</i>				
ACQUISITION STRATEGIES	TANGIBLE INTERRELATIONS	INTANGIBLE INTERRELATIONS	COMPETITIVE INTERRELATIONS	NET EFFECT
Single business	Large decline	Decline	No change	Decline

mergers				
Vertical mergers	Decline	Decline	Decline	Decline
Related mergers	Large decline	Large decline	Large decline	Large decline
Unrelated mergers	No change	No change	No change	No change

Source: Lubatkin and O' Neil ^{as 54}, pp.667

iii) E & A με σκοπό την επίτευξη αποτελεσμάτων συνεργίας.

Ο Ansoff⁶⁰ ορίζει την συνεργία ως την επιδίωξη της επιχείρησης να συνδυάζει προϊόντα ή αγορές που αποδίδουν στο σύνολο περισσότερο από ότι επιμέρους.

Εκτός από τα γενικά κίνητρα για ενοποιήσεις παρακάτω θα εξετάσουμε τα κίνητρα για κάθε συγκεκριμένη κατηγορία ενοποίησης.

i) Οριζόντιες ενοποιήσεις

Αντικειμενικός σκοπός αυτής της κατηγορίας ενοποιήσεων είναι η επίτευξη οικονομικών κλίμακας που προκύπτουν από την άνοδο της παραγωγής ενός συγκεκριμένου προϊόντος. Οικονομίες κλίμακας μπορεί να δημιουργηθούν σ' οποιαδήποτε λειτουργία (function) της εταιρείας^{66,67} παρόλο που συνήθως συνδέονται με την λειτουργία της παραγωγής.

ii) Κάθετες ενοποιήσεις, αποσκοπούν στην εξοικονόμηση πόρων της εταιρείας μέσω της καθετοποίησης, καθώς συντονισμός και διοίκηση γίνονται ευκολότερα. Οι υποστηρικτές αυτής της κατηγορίας ενοποιήσεων υποστηρίζουν ότι οι κάθετες ενοποιήσεις αποτελούν τον καλύτερο τρόπο για να περιορισθούν αναποτελεσματικότητες⁶⁹.

iii) Ενοποιήσεως σε μη σχετικού αντικειμένου επιχειρηματικής δραστηριότητας επιχειρήσεις (Unrelated - mergers). Ερευνητές όπως οι H. Singh & C.A Montgomery έχουν δείξει ότι οι αποδόσεις των ενοποιήσεων σε μη σχετικές επιχειρήσεις (ανόμοιας δραστηριότητας) είναι μικρότερες αυτών που ανήκουν στον ίδιο επιχειρηματικό κλάδο δραστηριότητας.

Όσον αφορά τους λόγους που ωθούν μια εταιρεία να θέλει να ενοποιηθεί με μια άλλη ενδεικτικά αναφέρονται, αυξημένος επιχειρηματικός κίνδυνος, υψηλό κόστος στη μισθοδοσία, κλπ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ : ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ ΤΩΝ Ε&Α

Εισαγωγή

Το παρόν κεφάλαιο παρουσιάζει παράγοντες του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος που πρέπει να εξετάζονται σε περίπτωση Ε ή Α τόσο από πλευρά της εταιρείας που κάνει την προσφορά, όσο και από πλευράς της εταιρείας που δέχεται την προσφορά ακολουθώντας την μέθοδο της SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) ανάλυσης.

3.1 Εσωτερικός έλεγχος

Μια εταιρεία πριν πάρει την απόφαση να ενοποιηθεί ή να απορροφήσει κάποια άλλη πρώτα απ' όλα πρέπει να εξετάσει και να αξιολογήσει τους δικούς της εσωτερικούς πόρους, και ειδικότερα στα παρακάτω:

- i) *Διοίκηση:* ο ανθρώπινος παράγοντας είναι πολύ σημαντικός στην επιτυχή διεκπεραίωση μιας ενοποίησης ή απορρόφησης καθώς η επιτυχία της εξαρτάται από την αποδοχή και τις ικανότητες της Διοίκησης.
- ii) *Marketing:* για όλες τις δραστηριότητες δίνει την δυνατότητα στην επιχείρηση να χτίσει πάνω στα πλεονεκτήματα της διεύθυνσης marketing αξιοποιώντας τα επιτυχή στοιχεία του μείγματος marketing.
- iii) *Χρηματοδότηση:* η ρευστότητα μιας εταιρείας καθώς και η (Earnings per Share), η επίδραση μιας ενοποίησης στην τιμή της μετοχής εφ' όσον η εταιρεία είναι εισηγμένη, η ικανότητά της να αντλήσει κεφάλαια από την αγορά, καθώς και εάν η παρούσα αξία (PV) από την προτεινόμενη επένδυση είναι θετική, είναι όλοι παράγοντες που πρέπει να συνεκτιμηθούν.
- iv) *Παραγωγή:* η χρησιμοποιούμενη τεχνολογία, η ανταγωνιστικότητα του τμήματος Έρευνας & Ανάπτυξης, η δυναμικότητα καθώς και η αξιοπιστία της ποιότητας είναι όλα ζητήματα που δίνουν την λειτουργική εικόνα της εταιρείας.

Η ολοκλήρωση του εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας θα δώσει την απαραίτητη πληροφόρηση στην Διοίκηση για να εκτιμήσει εάν υπάρχουν αναξιοποίητοι πόροι που θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν καλύτερα με μια Ενοποίηση ή Απορρόφηση. Επίσης θα μπορούσε να αναγνωρίσει τυχούσες αδυναμίες της εταιρείας, που θα μπορούσαν να καλυφθούν από τα ισχυρά σημεία μιας άλλης εταιρείας⁸⁴.

3.2 Αξιολόγηση εξωτερικού περιβάλλοντος

Μια δεύτερη ομάδα παραγόντων που πρέπει να αξιολογηθούν πριν οποιαδήποτε απόφαση για Ε ή Α προέρχεται από το εξωτερικό περιβάλλον της εταιρείας. Ειδικότερα οι παράγοντες αυτοί ταξινομούνται σε δύο μεγάλες κατηγορίες:

- i) Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει αυτά τα στοιχεία ή ομάδες που άμεσα επιδρούν στην επιχείρηση και αντιστοίχως επηρεάζονται απ' αυτή. Εδώ περιλαμβάνονται παράγοντες όπως, κυβέρνηση τοπική κοινωνία, προμηθευτές, ανταγωνιστές, πελάτες, πιστωτές, εργαζόμενοι. Με άλλα λόγια, αναφερόμαστε στο task environment.
- ii) Η δεύτερη κατηγορία εξωτερικών παραγόντων που πρέπει να αξιολογηθούν αναφέρεται σε ποιες γενικές δυνάμεις, οι οποίες δεν έχουν άμεση επίδραση στις βραχυχρόνιες δραστηριότητες του οργανισμού, αλλά εντούτοις (και συχνά συμβαίνει) μπορεί να επηρεάσουν τις μακροχρόνιες αποφάσεις της εταιρείας. Εδώ περιλαμβάνονται ποιο γενικές οικονομικές, κοινωνικο-πολιτιστικές, τεχνολογικές, πολιτικές και θεσμικές δυνάμεις/επιρροές, οι οποίες συνιστούν το societal environment της εταιρείας.

3.3 Task environment

- i) Το ποιο σημαντικό στοιχείο του task environment είναι η *κυβέρνηση* με την ευρύτερη έννοιά της. Πριν την οποιαδήποτε προσπάθεια για Ε ή Α οι managers πρέπει να εξετάζουν την ισχύουσα νομοθεσία. Στο παράρτημα παρατίθενται η ισχύουσα ελληνική νομοθεσία.
- ii) Η δεύτερη παράμετρος που πρέπει να εξεταστεί από τους managers στη διερεύνηση του εξωτερικού τους περιβάλλοντος είναι η *διαπραγματευτική δύναμη (bargaining power)* των προμηθευτών τους. Αποκλειστικότητα και "μοναδικότητα" του προμηθευτή αποτελούν συνήθως κίνητρα για καθετοποίηση και επιβεβαίωση ότι η παραγωγή θα λειτουργεί χωρίς προβλήματα όσον αφορά τις προμήθειές της⁸⁸.

iii) *Ο ανταγωνισμός σύμφωνα με τον Porter είναι μια δυναμική διαδικασία. Η ανάλυση του ανταγωνισμού πρέπει να περιλαμβάνει τέσσερις διαστάσεις: α) τι κάνουν οι ανταγωνιστές και πως ανταγωνίζονται επί του παρόντος, β) ποιοι είναι οι κινητήριοι παράγοντες σε όλα τα επίπεδα του μανάτζμεντ γ) ποια είναι η φιλοσοφία των ανταγωνιστών, ποια είναι η εταιρική κουλτούρα τους, οι στόχοι τους και η θέση τους σε σύγκριση με τον κλάδο, δ) ποιά είναι τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα στις λειτουργίες (operations) των ανταγωνιστών. Βασιζόμενοι στην ανάλυση των παραπάνω παραμέτρων, η διοίκηση μπορεί να αναπτύξει τις στρατηγικές της που πρέπει να ενσωματώνουν τόσο την ανταγωνιστικότητα του κλάδου όσο και τα σχετικά πλεονεκτήματα και αδυναμίες της εταιρείας σε σχέση με τον κλάδο⁸⁹.*

iv) *Οι εργαζόμενοι των επιχειρήσεων που πρόκειται να ενοποιηθούν αποτελούν επίσης σημαντική ομάδα πίεσης στην Διοίκηση, παράγοντας που θα πρέπει να εξετασθεί προσεκτικά. Συνδικαλιστικές οργανώσεις, ειδικές συμφωνίες, διαφορές στα συνταξιοδοτικά προγράμματα, ζητήματα προαγωγών, είναι μερικοί μόνο από τους παράγοντες που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν προβλήματα όχι μόνο στην περίοδο πριν την ενοποίηση, αλλά και κατά την διάρκεια των διαπραγματεύσεων, καθώς και όταν η ενοποίηση θα έχει πλέον ολοκληρωθεί. Οι εργαζόμενοι συνήθως αναφέρονται ως τα "θύματα" των E & A αλλά δεν υπάρχουν εμπειρικά στοιχεία που θα επιβεβαίωναν κάτι τέτοιο⁹⁰.*

3.2.2 The societal environment

Όπως ήδη αναφέρθηκε το societal environment περιλαμβάνει ποιο γενικούς παράγοντες επιρροής, όπως κοινωνικό-πολιτιστικούς, τεχνολογικούς, πολιτικούς και θεσμικούς. Στις επόμενες παραγράφους θα προσπαθήσουμε εν συντομία να παρουσιάσουμε πως αυτοί οι παράγοντες εμπλέκονται σε μια E&A

Το πεδίο των οικονομικών είναι συνήθως το πιο σημαντικό του societal environment και περιλαμβάνει παραμέτρους όπως τάσεις στο ΑΕΠ, τα επιτόκια, τον πληθωρισμό, συναλλαγματικές ισοτιμίες, επίπεδα ανεργίας κ.λπ. Ειδικότερα για εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες που συνδιαλέγονται μια E ή A, οι παραπάνω παράγοντες αποτελούν ένδειξη και πολλές φορές σημαντική. Οικονομικοί οργανισμοί, όπως οι χρηματαγορές λειτουργούν ως βαρόμετρο της οικονομικής ζωής

και δίνουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες στη Διοίκηση, ώστε να αποφασίσει εάν πρέπει ή όχι να προχωρήσουν σε μια E ή A⁹².

Μια δεύτερη περιοχή του societal environment είναι το κοινωνικο-πολιτικό και αφορά ζητήματα, όπως ο ρυθμός ανάπτυξης του πληθυσμού, ο τρόπος ζωής κλπ.

Διερευνώντας το περιβάλλον σ' αυτό τον τομέα ο αναλυτής αναγνωρίζει ευκαιρίες και κινδύνους και τους γνωστοποιεί στην εταιρεία του ως προοπτικές και ανάγκες.

Κάθε κλάδος, σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό εξαρτάται από την τεχνολογία που χρησιμοποιεί. Γι' αυτό τον λόγο η τρίτη περιοχή του societal environment που πρέπει να εξετασθεί είναι η τεχνολογία. Οι συνολικές δαπάνες για E & T στον κλάδο, τεχνολογικές καινοτομίες, ανάπτυξη νέων προϊόντων είναι μερικά από τα ζητήματα που ο αναλυτής πρέπει να λάβει υπόψη του. Έχει διαπιστωθεί ότι όσο μεγαλύτερη είναι η τεχνολογική αλλαγή σ' έναν κλάδο τόσο περισσότερες E & A λαμβάνουν χώρα.

Η τελευταία περιοχή του societal environment που θα πρέπει να εξετασθεί είναι η πολιτική - θεσμική. Αντιμονοπωλιακοί νόμοι, φορολογία, πολιτική σταθερότητα είναι μερικά από τα ζητήματα που ο αναλυτής των E & A πρέπει να λάβει υπόψη επίσης⁹⁴.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ : ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΥΠΟΨΗΦΙΩΝ ΣΥΝΕΡΓΑΖΟΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε πως μια εταιρεία αναζητεί/επιλέγει τις υποψήφιες για E & A εταιρείες καθώς και τις μεθόδους αξιολόγησης και επιλογής που χρησιμοποιούνται προκειμένου να σχηματοποιηθεί το τελικό σχήμα συνεργασίας εταιρειών. Επίσης πρόκειται να συζητηθούν οι διάφοροι τρόποι χρηματοδότησης των συγχωνεύσεων και εξαγωγών και τελικά να εξετάσουμε τη διαδικασία αξιολόγησης και επιλογής από την πλευρά της εταιρείας που δέχεται την προσφορά.

Η διαδικασία αναζήτησης και αξιολόγησης/επιλογής απαιτεί μια συστηματική προσέγγιση προκειμένου να καταρτισθεί μια λίστα με τις προοπτικές από την ενοποίηση. Η αναζήτηση εστιάζεται στο πως και που να αναζητηθούν οι υποψήφιες εταιρείες. Η διαδικασία αξιολόγησης/επιλογής αποσκοπεί στην επιλογή μικρού αριθμού εταιρειών που πληρούν τα κριτήρια για ενοποίηση ή εξαγορά.

Το τελικό στάδιο στην προ την ενοποίηση περίοδο είναι η διαδικασία χρηματοοικονομικής αξιολόγησης, η οποία δίνει στη Διοίκηση απαντήσεις όπως, ποια είναι η μέγιστη τιμή που θα μπορούσε να προσφερθεί στην υποψήφια για ενοποίηση εταιρεία, ποιες είναι οι βασικές περιοχές κινδύνου (risk), ποια είναι τα κέρδη, οι επιπτώσεις στο ταμειακό πρόγραμμα και τον ισολογισμό από την E ή A καθώς και ποιος είναι ο καλύτερος τρόπος χρηματοδότησής της.

4.1 ΤΟ ΣΤΑΔΙΟ ΑΝΑΖΗΤΗΣΗΣ

Το Στάδιο Αναζήτησης αναφέρεται με την αναγνώριση επιχειρήσεων εντός προκαθορισμένων ορίων υποκλάδων ή κλάδων [κατά ΣΤΑΚΟΔ] επιχειρηματικής δραστηριότητας. Επειδή η διαδικασία επιλογής υποψηφίων επιχειρήσεων είναι κοστοβόρα έχει αναπτυχθεί μια τεχνική από τους Baxton Associates που καλείται γράφημα κλάδου για την αναγνώριση επιλογής των κατάλληλων υποκλάδων. Αυτό το γράφημα είναι χρήσιμο εργαλείο για μια γρήγορη προσέγγιση ενός κλάδου δίνοντας τις βασικές επιχειρήσεις κάθε κλάδου βάσει μεγέθους και ρυθμών ανάπτυξης.

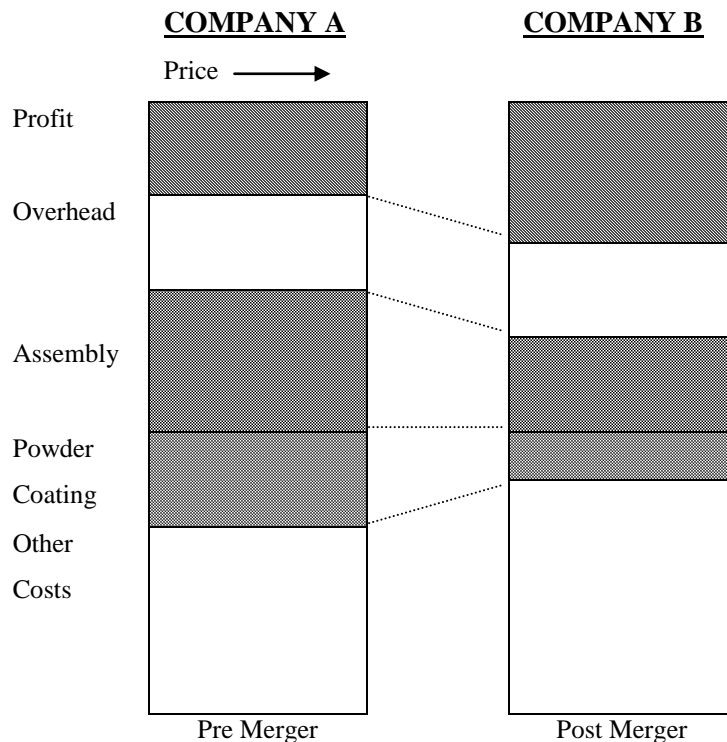
4.2

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ

Το Στάδιο επιλογής απαρτίζεται από αναλυτικά κριτήρια τα οποία έχουν αναλυθεί εκ των προτέρων από τη διαχείριση μιας επιχείρησης και εξυπηρετούν τους στόχους της. Οι πιο συχνά συναντώμενες μεθοδολογίες κριτήρια είναι τα ακόλουθα:

4.2.1 Το κριτήριο της αλυσίδας αξιών [the value chain method]

Το κριτήριο της αλυσίδας αξιών αποτελεί μια αποτελεσματική μέθοδο ανάλυσης των πιθανών συνεργιών. Η βασική της χρήση είναι η αναγνώριση του τρόπου που η συνεργία μπορεί να δώσει ανταγωνιστικό κόστος ή πλεονεκτήματα διαφοροποίησης. Στο ακόλουθο γράφημα απεικονίζεται η επίδραση των συντελεστών που εισχυροποιούν τη θέση μιας εταιρείας μέσω E&A σε όρους αλυσίδας αξιών.



Source: C. J. Clarke, "Acquisitions-Techniques for Measuring Strategic Kit".

Τα αποτελέσματα των συνεργιών δεν περιορίζονται μόνο στα λεγόμενα "σκληρά" θέματα των συνεργιών αλλά και σε παραπέρα βήματα που αναφέρονται σε "μαλακά" θέματα. Ο C.Clark ανέπτυξε μια αρχή την οποία ονόμασε τον ιστό της κουλτούρας [culture web] και μετρά τις επιπτώσεις διαφόρων παραμέτρων σχετικών με την κουλτούρα καθώς και τον βαθμό που εξυπηρετούνται οι στόχοι της απορροφώσης εταιρείας.

4.2.2 Το κριτήριο του συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου

Το δεύτερο κριτήριο βασίζεται στις αρχές των μοντέλων του κινδύνου/απόδοσης και του πορτοφολιού προϊόντος /αγοράς . Όπως έχει αναλυθεί και στο κεφάλαιο Α' του παρόντος ο κίνδυνος κατηγοριοποιείται σε α. Χρηματοοικονομικό κίνδυνο [financial risk] και β. Σε συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο. Κάθε μέτρο αποσκοπεί στο να εξοπλίσει τον ειδικό των E&A με χρήσιμες εσωτερικές πληροφορίες σχετικά με τις πιθανές προς συνεργασία εταιρείες. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος προσδιορίζεται από τις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις μιας εταιρείας υπό την υπόθεση ότι έχει υποχρεώσεις προς τρίτους με τη μορφή δανείων ή άλλων συμβατικών μακροχρόνιων υποχρεώσεων. Ο κίνδυνος που αφορά κάθε επιχείρηση ξεχωριστά καλείται μη συστηματικός κίνδυνος και διαφοροποιείται περαιτέρω, ενώ ο κίνδυνος που είναι κοινός για κάθε επιχειρηματική δραστηριότητα καλείται συστηματικός και δεν μπορεί να διαφοροποιηθεί. Επιδίωξη κάθε ειδικού επί των E&A είναι να μεγιστοποιήσουν την απόδοση των μετόχων τους μειώνοντας τον συστηματικό κίνδυνο.

4.2.3 Τα κριτήρια της αξίας επένδυσης/απόδοση.

Η τρίτη δέσμη μέτρων που εφαρμόζονται συνήθως στην αξιολόγηση υποψηφίων επιχειρήσεων είναι τα χαρακτηριστικά απόδοσης τα οποία κατά κύριο λόγο αφορούν το μέγεθος, το ύψος και το αναμενόμενο ταμειακό πρόγραμμα που σχετίζεται με τις E&A.

A. Μέγεθος και περίοδο του cash-flow: αναγνώριση των χαρακτηριστικών επένδυσης και απόδοσης μιας μελλοντικής συνεργασίας εταιρειών χρησιμοποιώντας διαφορικές ταμειακές ροές. Η μέθοδος της ΚΠΑ εφαρμόζεται κυρίως από τις συνεργαζόμενες εταιρείες.

B. Μη κεφαλαιοποιούμενες στρατηγικές επενδύσεις: όπως οι δυνατότητες του R&D , τεχνολογία παραγωγής και διαπραγματευτική δύναμη στην αγορά

Γ. Αποδόσεις οφειλόμενες σε ιδιαίτερα χαρακτηριστικά : αναφέρονται σε άλλα πάγια πειρουσιακά στοιχεία όπως διαχειριστικές ικανότητες, πρόσβαση στους προμηθευτές κλπ.

Δ. Ρευστότητα της επένδυσης: όσο μεγαλύτερα τα αναμενόμενα έσοδα τόσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος για την εν λόγω επένδυση.

4.2.3 Κριτήρια που ταιριάζουν στο στρατηγικό σχεδιασμό της επιχείρησης

Α. Συμπληρωματικές δυνατότητες / Περιουσιακά και μη στοιχεία των συνεργαζόμενων εταιρειών

Β. Διαχειριστικά πλεονεκτήματα του χρηματοοικονομικού και εν γένει συστηματικού ρίσκου των συνεργαζόμενων εταιρειών κάνοντας διασπορά του κινδύνου και επιτυγχάνοντας οικονομίες κλίμακας στο κόστος συναλλαγών.

Γ. Διαθεσιμότητα Γενικών Διαχειριστικών Ικανοτήτων [Availability of General Management Skills]

Δ. Συμβατότητα των Συνεργαζόμενων Οργανισμών τόσο σε επίπεδο ανθρώπινου δυναμικού όσο και σε επίπεδο επιχειρηματικού δραστηριότητας

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. T. L. Wheelen @ J. D. Munger, "Strategic Management and Business Policy", Addison - Wesley Publ. Co., 1986, p.5.
2. M. Leontiades @ A. Tezel, "Planning Perception and Planning Results", Strategic Management Journal, Jan.- March 1980, pp.65-75.
3. R. E. Miles @ C. C. Snew, "Designing Strategic Human Resources Systems", Organizational Dynamic, Winter 1981, pp. 36-52.
- 4.a T. L. Wheelen @ J. D. Munger, as 1, pp. 168-183.
- 4.b M. Porter, "Competitive Strategy", Free Press 1986, pp. 164-324.
5. A. Marshall. "Economies of Industry", 3rd edition, London Macmillan, 1964.
6. A. C. Pigeu, "The Economics of Welfare" London, Macmillan, 1924.
7. R. Solow, "Some implications of alternative criteria for the firm", Marris and Wood, 1971.
8. Y. Ijiri @ M. Simon, "Skew Distributions and the sizes of Business Units", Amsterdam, N. Molland, 1977.
9. B. Curry @ K. D. George, "International Concentration: a survey", Journal of Industrial Economics, March 1983.
10. J. Downie, "The Competitive Process", London Duckworth, 1958.
11. E. T. Penrose, "The Theory of the Growth of the Firm", Oxford, Blackwell, 1959.
12. R. Marris, "The Economic Theory of Managerial Capitalism", London, Macmillan, 1964.
13. R. Marris, "The Theory and Future of the Corporate Economy and Society:", Amsterdam, N. Molland, 1979.
14. M. S. Kunar, "Growth, acquisition and investment", Cambridge, University Press, 1984, pp. 13.
15. C. W. Mefer @ J. J. Chrisman, "First Diversification and the Strategic Management Process: A new Perspective", Academy of Management, August 1984.
16. R. Merkin @ K. Williams, "Competition Law: Antitrust Law-Policy in the UK and the EEC", Sweet & Maxwell, London 1984, pp. 35.
17. TIME, "The Urge to Merge", 3rd October 1988, No 40, pp. 24-26.
18. M. Porter, "Competitive Strategy", Freepress 1986, pp. 300.
19. K. R. Marrigan, "Matching Vertical Integration Strategies to Competitive Conditions", Strategic Management Journal, Vol. 7, 1986, pp. 535-555.
20. F. Lavington, "Technical influences on vertical integration", Economics, March 1925, pp. 27-36.
21. L. K. Frank, "The Significance of industrial integration" Journal of Political Economy, 33 (2) April 1925, pp. 244-258.
22. J. Jewkes, "Factors in industrial integration", Quarterly Journal of Economics, 44 (3), August 1930, pp. 621-638.
23. R. S. Dennison, "Vertical Integration and the iron and steel industry", Economic Journal 49, June 1939, pp. 244-258.
24. J. Spengler, "Integration and antitrust policy", Journal of Political Economy, 68, August 1950, pp. 347-352.

25. D. Carlton, "Vertical Integration in competitive markets under uncertainty", *Journal of Industrial Economics*, 27, March 1979, pp. 189-209.
26. A. M. Adelman, "Concept and statistical measurement of vertical integration" (conference report), *Business Concentration and Price Policy*, Princeton University Press, 1955, pp. 281-230.
27. A. O. Hirschman, "Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms Organizations and States", Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1970.
28. R. Calori @ CESMA, "New Successful Companies Manage Diverse Businesses", *Long Range Planning* Vol. 21, No 3, 1988, pp. 80-89.
29. M. S. Salter @ W. A. Weinhold, "Diversification through Acquisition", Free Press 1979, pp. 5-8.
30. R. P. Rumelt, "Strategy, Structure and Economic Performance", Boston, Division of Research, Harvard Business School.
31. M. Goold @ A. Campbell, "Managing Diversity: Strategy and Control in Diverified British Companies", *Long Range Planning*, Vol. 20, No 5, pp.43.
32. R. Dickie, A. Michel @ I. Shaked, "The winner's curse in the merger game", *Journal of General Management*, Vol. 12, No 3, Spring 1987, pp. 32-51.
33. S. Aarenevitch @ M. C. Sawyer, "Big Business", Macmillan, 1975, pp. 129-131.
- 34.a Licensed Dealers (Contact of Business) Rules, r 18, (1) par, 103, 1303, (1960).
- 34.bJ, Gratwick, "Mergers, take-overs and social responsibility", *Journal of General Management*, Vol. 1, No 1, 1973, pp. 73.
35. M. A. Weinberg @ M. V. Blank, "Take-overs and Mergers", Sweet and Maxwell, London 1979, pp. 4.
36. Financial Times -Companies and Markets section-, "Irving's chairman gives support for merger with BNY", 6/10/1988.
37. A. Review of Monopolies & Mergers Policy, ? 7198 (1978), chapter 3 and Annex D.
38. Financial Times -International Companies and Finance Section-, "Car batteries and condoms take Pacific Dunlop into 1990's, p. 37, 6/10/1988.
39. Financial Times -NSM Diversifies with £82.5m acquisition of Bison Holdings", 7/9/1988.
40. G. D. Newbould, "Management and Merger Activity" (1970), pp. 25.
- 41.aJ. Didrichsmen, "The development of diversified and conglomerate firms in the USA, 1920-1970", *Business History review*, Fall 1972, pp. 202-219.
- 41.bR. A. Mowell, "Plan to integrate your acquisitions", *Harvard Business Review*, Nov. December 1970, pp. 66-79.
42. J. H. Chapman, "An Economic History of Modern Britain, Free Trade and Steel 1, 1850-1866", Cambridge University Press, London, 1963, pp.128.
43. P. Dicken, "Global Shift", Harper & Row, 1986.
44. G. Stigler, "Monopoly and Oligopoly by Merger", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 40, May 1950.
45. R. L. Nelson, "Movements in American Industry 1895-1956", Princeton 1959.
46. M. Salter @ W. A. Weinheld, "Diversification through Acquisition", Free Press, 1979, pp. 12-17.
47. A. Buckley, "Growth by Acquisition", *Long Range Planning*, August 1975, pp.53.

48. S. Aarenevitch @ M. S. Sawyer, "Big business", Macmillan, 1975, pp. 122-129.
49. For a further analysis see also:
 - A. G. Meeks, "Disappointing Marriage: A study of the Gains from merger", Cambridge University Press, Occasional Paper 51, 1977, pp. 3-8.
50. P. Dicken, "Global Shift", Harper & Row, 1986, pp. 78, 90-91, 97, 112.
51. M. G. Berelzheimer, "The financial and emotional sides of your company", Harvard Business Review, Jan,-Feb. 1980, pp. 6-11.
52. J. A. Stetland, "Planning Acquisitions and Mergers", Long Range Planning, February 1976, pp. 68.
53. M. Firth, "Takeovers, shareholder returns and the theory of the firm", Quarterly Journal of Economics, 94, 1980, pp. 235-260.
54. M. Lubatkin & M. M. O' Neil, "Merger Strategies and Capital Market Risk", Academy of Management Journal, 1987, Vol. 30, No 4, pp. 665-684.
55. P. A. Shilhan & M. Thomas, "Using Simulated Mergers to Evaluate Corporate Diversification Strategies", Strategic Managt Journal, Vol. 7, 1986, pp. 523-534.
56. K. N. Dundas & P. R. Richardson, "Implementing the unrelated product strategy", Strategic Managt Journal, 3, 1982, pp. 287-301.
57. W. Lewellen, "A pure financial rationale for the conglomerate merger", Journal of Finance, 26,1971,pp.521-537.
58. D. L. Beattie, "Conglomerate Diversification and performance: a survey and the series analysis", Applied Economics, 12, 1980, pp. 251-273.
59. R. B. Fuller, "Synergetics", Macmillan, New York 1975.
60. M. I. Anseff, "Corporate Strategy", McGraw-Hill, New York 1965, pp.75.
61. M. Lubatkin, "Merger Strategies and shareholder returns: a test for merger synergies", Working Paper 1984.
62. S. Chatterjee, "Types of synergy and economic value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms", Strategic Managt Journal, Vol. 7, 1986, pp.119-139.
63. H. Singh, "Corporate acquisitions and economic performance", unpublished doctoral dissertation, University of Michigan, 1984.
64. V. Mahajan and Y. Wind, "Business Synergy Does Not Always Pay Off", Long Range Planning, Vol. 21, No 1, Feb. 1988, pp. 59-65.
65. L. M. Shelton, "Strategic Business Fits and Corporate Acquisitions: Empirical Evidence", Strategic Managt Journal, Vol. 9, 1988, pp. 279-287.
66. R. Brealey @ S. Myers, "Principles of Corporate Finance", 2nd edition, McGraw Hill, 1984, pp. 704.
67. R. Rumelt, "Strategy, Structure and Economic Performance", Division of Research, Harvard University, Boston, MA, 1974.
68. D. J. Teece, "Towards an economic theory of the multiproduct firm", Journal of Economic behaviour and Organization, 3, 1982, pp. 39-63.
69. J. C. Ellort, "Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns", Journal of Finance, 31, May 1976, pp.715-732.

For further reading see also:

- @ K. R. Harrigan, "Matching Vertical Integration Strategies to Competitive Conditions", *Strategic Managt Journal*, Vol. 7, 1986, pp. 535-555.
- @ T. Kumpe and P. T. Belwijn, "Manufacturing: The New Care for Vertical Integration", *Harvard Business Review*, March-April 1988, pp. 75-81.
70. H. Singh @C. A. Montgomery, "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 8, pp. 377-386 (1987).
71. E. B. Roberts, "New Ventures for corporate growth", *Harvard Business Review*, July-August 1980, pp. 134-142.
72. G. F. Mardymment, m. j. Devini and M. S. Salter, "When corporate venture capital doesn't work", *M. B. R.*, May-June 1983, pp. 114-121.
73. A. Burgelman, "Designs for corporate entrepreneurship in established firms", *California Managt Review*, Vol. XXVI, No 3, 1984.
- 74.aB. Kogut, "Joint Ventures: Theoretical and Empirical Perspectives", *Strategic Management Journal*, Vol. 9, 1988, pp.319-332.
- 74.bj. S. Harrison, "Alternatives to Merger-Joint Ventures and Other Strategies", *Long Range Planning*, Vol. 20, No 6, 1987, pp. 78-83.
- 74.cJ. P. Killing, "How to make a global joint-venture work", *HBR*, May-June 1982, pp. 120-127.
75. R. W. Peterson, "New Venture Management in a Range Company", *HBR*, May-June 1967, p.68.
76. B. Litt, "Why entrepreneurs succeed", *Journal of General Management*, Vol. 1, No 2, 1973/74, pp. 77-93.
77. J. Coyne and M. Wright, "Divestment and Strategic Change", Philip Allan/Barnes & Noble Books, 1986.
- 78.aM. Wright & J. Coyne, "Management Buy-outs", Creen Helm, 1985.
- 78.bM. Wright, J. Coyne & K. Robbie, "Management Buy-outs in Britain - A Monograph", *L. R. P.*, Vol. 20, No 4, 1987, pp. 38-49.
- 78.cJ. Coyne and M. Wright, "Management Buy-outs: A Survey You Can't Ignere", *Omega*, Vol. 14, No 6, 1986, pp. 417-419.
- 78.dJ. Hanney, "The Managt Buy-outs - An Offer You Can't Refuse", *Omega*, Vol. 14, No 2, 1986, pp. 119-134.
79. M. Wright & J. Coyne, "Divestment and Strategic Change", Ph. Alan Ltd, 1986, pp. 45-70.
- 80.aM. Porter, "Competitive Strategy", Free Press.
- 80.bR. L. Daft, "Organization Theory and Design", 2nd edition, West Publishing Co., 1978.
- 80.cJ. R. Galbraith, "Designing the innovating organization", *Organizational Dynamics* 11, 5-25, Winter 1982.
- 81.aM. Carney & R. Butler, "Managing Markets: Implications for the make-buy decision", *Journal of Management Studies*, 20, 2, 1983, pp. 213-229.
- 81.bG. Walker & D. Weber, "Supplier Competition, Uncertainty and Make or Buy Decisions", *Academy of Managt journal*, Vol. 30, No 3, 1987, pp.389-596.

- 81.cM. Wright, "The Make-Buy Decision and Managing Markets: The case of Managt Buy-Outs", *Journal of Managt Studies* 23, July 1986, pp. 443-461.
82. R. C. Shirley, "The human side of merger planning", *LRP*, Vol. 10, Feb. 1977, pp. 35-39.
- 83.aJ. R. Nicholls, "The role of the Marketing Man in International Acquisitions", *Journal of General Management*, pp. 64-73.
- 83.bJ. R. Nicholls and D. A. Breadbent, "The role of MKT in evaluating acquisitions", *LRP.*, Vol. 12, Feb. 1979, pp. 67-74.
84. J. A. Stetland, "Planning Acquisitions and Mergers", *LRP.*, Feb. 1976, pp. 67.
85. R. Merkin & K. Williams, "Competition Law, Antitrust Law-Policy in the United Kingdom and the EEC", Sweet & Maxwell, 1984, pp. 244-273.
86. Financial Times, "KIO's investment conundrum", *Companies and Market Section*, 6th October 1988, pp. 31.
- 87.aG. Meeks, "Disappointing Marriage: A study of the Gains from Merger", Cambridge University Press, 1977, pp. 66-67.
- 87.bA. H. Stacey, "Mergers in Modern Business", Hutchinsen & Co, 1966, pp. 52-55.
- 87.cM. S. Kumar, "Growth, acquisition and investment", Cambridge University Press, 1984, pp. 179-183.
- 87.dJ. M. Blair, "Economic Concentration", Marcourt Brace Jovanovich Inc., 1972, pp. 372-401.
88. G. Walker and D. Weber, "Supplier Competition, Uncertainty and Make - or- Buy decision", *Academy of Management Journal*, Vol. 30, No 3, 1987, pp. 589-596.
- 89.aM. Porter, "Competitive Strategy", Free Press, 1980, pp. 47-74.
- 89.bS. Aaronovitch and M. C. Sawyer, "Big Business", Macmillan, 1975, pp. 23-29 & 43-49.
90. B. Hindley, "Take-overs: Victims and Victors", pp. 23-28 in "Mergers, Take-overs and the structure of Industry" by the Institute of Economic Affairs, 1973.
- 91.aJ. G. Fogg, "Take-overs: last chance for self restraint", *HBR*, Nov.-Dec. 1985, pp. 30-32.
- 91.bI. Y. Powers, "A game-theoretic model of corporate takeovers by major stockholders", *Management Science*, Vol 33, No 4, April 1987, pp. 467-483.
- 92.aR. S. Saul, "Hestile Take-overs: What should be done?", *HBR.*, Sept. Oct. 1985, pp. 18-24.
- 92.bB. Curry @ K. D. Geerge, "Industrial Concentration: a survey", *Journal of Industrial Economics*, March 1983.
93. R. Coombs, P. Savietti & V. Walsh, "Economics and technological change", Macmillan, 1987.
- 94.aW. J. Feld, "Transnational Business Collaboration Among Common Market Countries", Praeger Publishers, pp. 70-72.
- 94.cS. Tully, "Europe's Takeover Kings", *Fortune*, July 20, 1987, pp. 63-68.
- 94.cC. J. Loomis, "Europe gets ready for 1992", *Fortune*, February 1, 1988, pp. 64-68.
- 94.dC. J. Loomis, "Buyout Kings", *Fortune*, July 4, 1988, pp. 52-60.
95. M. S. Salter & W. A. Weinheld, "Diversification through Acquisition", Free Press 1979, pp. 233-254.
96. M. W. Ebeling @ T. L. Doorley, "A strategic Approach to Acquisitions", *Journal of Business Strategy*, Vol. 3, No 3, 1983, pp. 284-301.

97. C. J. Clarke, "Acquisitions - Techniques for Measuring Strategic Fit", LRP., Vol. 20, No 3, pp. 12-18, 1987.
98. M. Lubatkin & M. M. O' Neil, "Merger Strategies and Capital Market Risk", A. M. J., Vol. 30, No 4, 1987, pp. 665-684.
99. M. S. Slater & W. A. Weinhold, "Diversification through Acquisition", The Free Press, 1979, pp. 185.
100. J. C. Van Horne, "Financial Management and Policy", Prentice Hall, 5th edition, 1980, pp. 1980.
101. M. S. Salter & W. A. Weinhold, "Choosing compatible acquisitions", HBR, Jan.-Feb. 1981, pp. 117-127.
- 102.a A. Rappaport, "Strategic analysis for more profitable acquisitions", HBR., July-August 1979, pp. 99-110.
- 102.b "The cash-flow takeover formula", Business Week, Dec. 18, 1978, pp. 86.
103. M. S. Slater & W. A. Weinhold, "Diversification through acquisition", The Free Press, 1979, pp. 191-193.
104. J. R. Nicholls & D. A. Breadbent, "The role of Marketing in Evaluating Acquisitions", L.R.P., Vol 12, Feb. 1979, pp. 67-73.
105. W. Alberts & J. E. Segall, "The Corporate Merger", The University of Chicago Press, 1974, pp. 103-106.
106. J. A. Stetland, "Planning Acquisitions and Mergers", L.R.P., Feb. 1976, pp. 69-71.
107. A. Rappaport, "Do you know the value of your company?", Mergers @ Acquisitions Spring 1979.
108. R. Merkin & K. Williams, "Competition Law", Sweet @ Maxwell, 1984, pp. 238, 387-404.
109. Office of Fair Trading, "Mergers", HMSO, London, 1978.
110. F. M. Wilkes & R. E. Brayshaw, "Company finance and its management", Van Nostrand Reinhold Co., 1986, pp. 415.
111. R. Brealey & S. Myers, "Principles of Corporate Finance", 2nd edition, McGraw-Hill, 1984, pp. 710-717.
- 112.a C. J. Higsen, "Business Finance", Butterworths, 1986, pp. 419-438.
- 112.b M. S. Kumar, "Growth, acquisition and investment", Cambridge University Press, 1984, pp. 90-133.
113. C. W. O' Connor, "Packaging your business for sale", H. B. R., March-April 1985, pp. 52-58.
114. R. M. Waterman, T. J. Peters & J. R. Phillips, "Structure is not Organization", Business Horizons, June 1980, pp. 14-16.
- 115.a H. S. Adler @ C. G. Sneath, "Acquisition Companies in the USA", L. R. P., Vol. 20, No 2, pp. 42-50, 1987.
- 115.b C. Price, "Life After Merger", Management Today, Feb. 1987, pp. 83-84.
116. G. E. Hall, "Reflections in running a diversified company", H.B.R., Jan.-Feb. 1987, pp. 87-92.
117. D.B. Jennison & S.B. Sitkin, "Acquisitions: The process can be a problem", H. B. R., March-April 1986, pp. 107-116.
- 118.a D. A. Shallow, "Managing the Integration of Acquired Operations", Journal of Business Strategy, Vol. 6, No 1, Summer 1985, pp. 30-36.

- 118.b F. W. Searby, "Controlling Postmerger Change", in R. Mann, "The Arts of Top Management", (N. York - McGraw Hill, 1971), pp. 12-21.
- 119.a K. V. Smith & J. Schreiner, "A portfolio analysis of conglomerate diversification", *Journal of Finance*, 24, 1969, pp. 413-427.
- 119.b K. V. Smith & J. F. Westen, "Further evaluation of conglomerate performance", *Journal of Business Research*, March 1977, pp. 5-14.
- 119.c H. R. Masen & M. B. Gendzwaard, "Performance of conglomerate firms: a portfolio approach", *Journal of Finance*, 21, 1976, pp. 39-48.
- 120.a O. Helzmann, R. Copeland and J. Haya, "Income measures of conglomerate performance", *Quarterly Review of Economics and Business*, 15 (1975), pp. 67-78.
- 120.b W. L. Beedles, O. M. Joy, and W. Ruland, "Conglomerate and Diversification", *Financial Review*, 1982, pp. 1-13.
- 121.M. S. Salter & W. A. Weinhold, "Diversification Through Acquisition: Creating value", *H. B. R.* July-August 1978, pp. 166-176.
- 122.H. K. Christensen @ C. A. Montgomery, "Corporate economic performance: diversification strategy versus market structure", *Strategic Management Journal* 2, 1981, pp. 327-343.
- 123.a M. Treacy, "Prefitability patterns and firm size", Working Paper, 1980, Sloan School of Management, MIT.
- 123.b E. H. Bowman, "Risk seeking by troubled firms", *Sloan Management Review*, Summer 1982, pp. 33-42.
- 124.J. Kitching, "Why do mergers miscarry?", *H. B. R.*, 45 (6), 1967, pp. 84-101.
- 125.M. Lubatkin, "Mergers and Performance of the acquiring firm", *Academy of Management Review*, 8 (2), 1983, pp. 218-225.
- 126.H. Singh @ C. A. Montgomery, "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance", *Strategic Management Review*, Vol. 8, 1987, pp. 377-386.
- 127.S. Chatterjee, "Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms", *S.M. J.*, Vol. 7, 1986, pp. 119-139.
- 128.R. M. Allan, "Expansion by Merger", *University of Chicago Seminar Papers*, 1974, pp. 101-109.
- 129.J. M. Blair, "Economic Concentration", *Harcourt Brace Jovanevich Ltd*, 1972, pp. v-viii.
- N. D. Kondratiev, "The long waves in economic life", *Lloyds Bank Review*, 1978, 129, pp. 41-60.