

Др Милан Звездановић
Јелена Звездановић
Мр Живојин Б. Прокоповић
Нишка пословна школа СС

ОСТВАРЕЊЕ КОНКУРЕНТСКЕ ПРЕДНОСТИ ПРИМЕНОМ ВЕРТИКАЛНИХ ИНТЕГРАЦИЈА И ДИВЕРСИФИКАЦИЈЕ

Апстракт

Постизање конкурентске предности представља примарни циљ за већину предузећа. Промењена логика светског тржишта условила је да се најважнији извори конкурентске предности (чак и на нивоу једне земље) морају активно и стално тражити и користити за разлику од “играња на карту” ниских трошкова на основу јефтине радне снаге или сировина. Стварање и одржавање конкурентне предности значи да предузеће остварује повољније пословне резултате у односу на остале учеснике. Ако предузеће жели да расте, оно неминовно мора тражити нове могућности за раст.

Диверсификација, пак, с друге стране, као стратегијска алтернатива подразумева присуство предузећа на већем броју тржишних и технолошко различитих подручја са бројнијом али слабијом конкуренцијом која омогућава лажи улазак на нова производна и тржишна подручја.

Кључне речи: диверсификација, вертикална интеграција, економија ширине, конкурентска предност

ЈЕЛ Класификација: F15.

ACHIEVE COMPETITIVE ADVANTAGES OF VERTICAL MERGERS AND DIVERSIFICATION

Abstract

Achieving competitive advantage is a primary goal for the most companies. The logic of the market has been changed and has caused that the most important sources of competitive advantage (even at the level of a country) must be actively and permanently seek and use as opposed to “playing the card of” low-cost on the basis of cheap labor or raw materials. Creating and maintaining a competitive advantage means that the company achieves favorable operating results in relation to other participants in the economic operations. If a company wants to grow, it must inevitably seek new opportunities for growth.

Diversification, however, on the other hand, as an alternative strategy aimed at expanding production program and, as the “entry” of the company into new industry and new market, represents the subject of attention in the economic theory and practice.

Key words: diversification, vertical integration, economy of scope, competitive advantage

Увод

Вертикалне интеграције представљају комбинацију компанија које имају однос купаца-продаваца. Заправо, реч је о комбинацијама технолошки различитих процеса производње, дистрибуције, продаје или других економских процеса у оквиру гране једне фирме. Успешна стратегија вертикалне интеграције значи уочавање које активности треба обавити у „кући“, како да се ове активности повежу једна са другом, како своје потребе предузеће треба да задовољи у кући, колико имовине треба ризиковати и када ове димензије треба прилагодити новим конкурентским околностима. Ова стратегијска усмерена је на остваривању контроле у повезаним индустријама купаца и добављача, док диверсификација, пак, с друге стране, подразумева присуство једне компаније у две или више пословних грана.

Иако преовлађује став да су диверсификације економски неповољне, јер обично не стварају додатну вредност, статистичка истраживања показују да највеће фирме имају значајно диверсификоване структуре производње, те да се она повећава. Такође, постоји противуречност између става да је диверсификација доста раширена у свету и става да је она мање профитабилан облик производње.

Вертикална интеграција као фактор успешног пословања предузећа

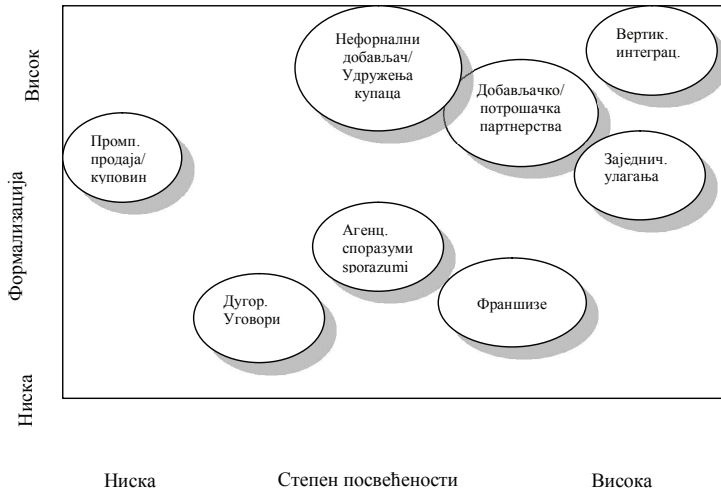
Вертикална интеграција се постиже између предузећа која се баве различитим фазама производних операција у процесу настанка финалног производа. Постоји много разлога за вертикалну интеграцију предузећа. Захваљујући овом процесу омогућено је смањење трошкова набавке, уговарања, плаћања, пропаганде, као и трошкова комуницирања и координације у производњи. У стратегији вертикалне интеграције доноси се одлуке о броју нивоа интегрисане активности, ширини интегрисане активности, степену интерног трансфера за сваку вертикалну карику и форми власништва која се користи за контролу вертикалних односа. Све то важно је, јер погони који се ангажују у производњи већег броја компоненти за линију производа могу изгубити могућност остваривања економије обима, ако су њихове компоненте сувише разноврсне.

Користи од вертикалне интеграције које ће предузеће остварити зависе од обима производа/услуга које предузеће купује/продаје. Међу најзначајнијим стратешких користима од интеграције треба издвојити економију интеграције, осигурање понуде и/или тражње, повећање могућности за диференцирање, подизање улазних и баријера мобилности, улажење у посао са вишим приносом и одбрана од искључивања.

Поред бројних предности вертикалних интеграција, потребно је узети у обзир и трошкове који настају приликом њихових спровођења, односно проценити трошкове савлађивања баријера мобилности, повећања пропорције фиксних трошкова, више излазних баријера, захтева за капиталним инвестицијама, одржавања равнотеже и сл. Када се оцењују стратешки трошкови и користи вертикалне интеграције, мора се имати у виду не само садашње окружење већ и вероватне промене у структури гране у будућности. Предузеће се може диверсификовати обично путем спајања или припајања, што му омогућује улаз на међународно тржиште и прибављање савремених технологија.

У пракси, постоје различити типови веза путем којих купци и продавци могу координисати своје интересе (Види слику 1 - Типови интеграције). Имајући у виду

одређене критеријуме, могуће је идентификовати: степен до ког купац и продавац посвећују ресурсе тој повезаности и формализацију повезаности.



Различити типови вертикалне повезаности обезбеђују различите предности и недостатке. Да би се то сагледало, неопходно је узети у обзир следеће чињенице:

* Разликовати промптне уговоре (нпр. куповина сирове нафте на ротердамском петролејском тржишту) од дугорочних уговора, који подразумевају низ трансакција током одређеног временског периода, те услове продаје и одговорности сваке уговорне стране. Промптне трансакције успешно функционишу под тржишним условима које карактерише присуство стандардних производа и више купаца и продаваца. У пословима где је кључно остварити добру повезаност добављача са купцима, постојање дугорочних уговора се сматра кључним, како би се избегао опортунизам и обезбедила сигурност за потребно улагање. Проблеми су посебно евидентна у IT outsourcingu где уговори могу бити закључени и у периоду дужем од десет или више година.

* Што су веће тешкоће приликом креирања дугорочних уговора који се склапају између добављача и купаца, то је већа вероватноћа да ће вертикалне интеграције бити засноване на поверењу и међусобном разумевању и базиране однос без потписаног уговора.

* За разлику од многих других вертикалних форми, франшизинг има за циљ искоришћење предности претходно наведених облика. Системи франшизинг компанија (McDonald's restorani, Domino's Pizza, Hilton hoteli, Blockbuster i Seven – Eleven convenience stores) дизајнирани су да омогуће блиску координацију и улагања у специфичну имовину коју вертикална интеграција допушта, са моћним подстицајима, флексибилношћу и кооперацијом између различитих стратегијских послова.

Све предности и мане које се односе на тржишне уговоре и вертикалне интеграције постају релевантне у поступку одлучивања о избору између различитих типова вертикалних интеграција, јер то што је најбоље за једну компанију, неће у потпуности одговарати некој другој са различитом стратегијом и капацитетима.

Дизајн вертикалних односа мора пажљиво узети у обзир следеће:

* Кључна карактеристика било ког уговора је да његови услови, често имплицитно, подразумевају поделу ризика између уговорних страна. Да ли ће и како

ризик бити подељен зависи делимично и од преговарачке моћи предузећа која се интегришу.

* Да би уговор минимизирао трансакционе трошкове, неопходно је уговорним странама обезбедити адекватан сет подстицаја. Веома често, најефикаснији подстицај представља обећање будућих послова, па приликом приватизације јавних услуга (железничко путнички саобраћај или комунална служба) кључни подстицај за квалитет услуга представља фиксни уговор са константним ревизијама перформанси.

Постоје разни мотиви који могу бити повод за реализацију вертикалних спајања. Мотив за вертикално спајање може бити стварање сопственог извора снабдевања (dependable source of supply), који не обезбеђује само могућност регуларног снабдевања, већ и одржавање нивоа квалитета и правремене испоруке робе. Пошто постоји константан увид у тренутно стање залиха, оваква структура вертикалних интеграција смањује трошкове праћења стања залиха.

Раширено је мишљење да компанија склапањем дугорочног партнерства са својим снабдевачима стиче предност везану за цене у односу на своје конкуренте, односно елиминира трошкове везане за независне снабдеваче које је у претходном периоду плаћала. Уколико је цена нижа од уобичајене на тржишту, произилази да је компанија профитабилнија него што стварно и јесте, јер мањи трошкови и већи профити компаније иду на рачун профитабилности свог огранка.

Иако утврђивање тачне цене трансфера помаже да се избегне илузија да је роба која пристиже од конкретног снабдевача добијена по нижој цени, аквизицијом снабдевача могуће су уштеде друге врсте, које долазе у форми нижих трансакционих трошкова. Аквизицијом снабдевача и успостављањем дугорочног извора снабдевања уз предвиђене трошкове, могу се избећи потенцијалне прекиди у пословању који се могу појавити након реализације уговора са независним снабдевачем.

Још један разлог за вертикално спајање може да настане услед потребе за специјализованим инпутима. Ово могу бити посебно дизајнирани производи и материјали или опрема која би имала врло малу или никакву прођу на тржишту, осим код конкретног купца, који би био у немилости ових компанија уколико би одлучиле да обуставе испоруке специјализованих производа. Један од начина да се елиминира овај проблем је аквизиција снабдевача, када би купац имао проходност до специјализованих производа и био у позицији да одржава високе стандарде квалитета производње.

Интересантан пример вертикалног спајања појављује се код маркетинга аутомобила, чији произвођачи су одавно схватили да потенцијалном купцу морају да пруже и финансијску асистенцију, односно повољније услове кредитирања, како би продали већи број аутомобила. Тако мотивисане аквизиције постале су део свакодневне борбе за придобијање потрошача међу произвођачима аутомобила, који обарају трошкове финансирања далеко испод трошкова капитала како би се продао одређени модел аутомобила чија је продаја почела да опада.

Вертикално спајање може се користити и у циљу побољшања конкурентске позиције снабдевача. Тако су се осамдесетих година произвођачи челика и алуминијума активно борили за тржиште конзерви и свака група произвођача покушавала је да искористи своје конкурентске предности. Једна од успешнијих стратегија практикована од стране произвођача алуминијума, била је селективно спајање у области снабдевања и дистрибуције производа, да би се креирала тражња за супститутивним производима.

Сродна стратегија је утицај на крајњег корисника да се споји уназад ка средини у циљу заобилажења произвођача у средини који не жели да изврши супсти-

туцију. Спајањем унапред и изазивањем тражње код крајњих корисника, фирма понекад може да натера тврдоглаве средње купце да снесу трошкове око преоријентације на супститут. Спајање унапред може такође да демонстрира предности супститута и да буде средство за развој процеса његове примене, као и за смањење трошкова увођења новог производа.

Вертикална спајања била су успешна алатка у индустрији конзерви. Крајњи корисници (произвођачи пива и безалкохолних пића), имали су мање трошкове пребацујући се на алуминијумске конзерве. Проблем за произвођаче алуминијума био је пробијање до крајњег корисника – произвођача конзерви и када је он решен све се наместило како треба.

Диверсификација као начин раста предузећа

Корпоративна диверсификација подразумева присуство предузећа на већем броју тржишних и технолошко различитих подручја са бројном али слабијом конкуренцијом која омогућава лакши улазак на нова производна тржишна подручја. Ова стратегијска алтернатива подразумева остваривање прихода и добити од различитих производа и тржишта, чиме се увећава пословни успех и квалитет рада корпоративног предузећа.

Данас је ова стратегија доминантна у начину пословања многих компанија, с обзиром да постоји тежња да се осигурају сигурни извори за креирање добити. Као мотив екстерног раста предузећа, диверсификација обезбеђује смањење ризика са којим се предузеће сусреће и веома често представља пут креирања додатне вредности за власнике. Ова стратегија захтева веома пажљиву анализу, јер улазак на непознато тржиште са непознатим производима повлачи за собом недостатак искуства у новим вештинама и потребним техникама и компанија ставља себе у велику несигурност. Диверсификација може довести и до неминовног ширења људских и финансијских ресурса, који могу пореметити циљ, обавезе и устаљена улагања у језгро фирме, те она може изабрати ову опцију само када јој тренутни производ или тренутна маркетиншка оријентација не обезбеђују више опција за раст.

Диверсификација подразумева и дисперзију пословног ризика, у смислу његовог минимизирања или уједначавања, чиме се обезбеђује одговарајућа заштита од ризика конкуренције и од евентуалних промена на тржишту. Углавном се спроводи због циљева: раст, смањење ризика и профитабилност. Иако се раст и смањење ризика истичу као најзначајнији мотиви за предузимање диверсификације, они не доводе до креирања вредности за акционаре. Надаље дајемо коментар кључних стратегија диверсификације

Најважнији фактор који је довео до преокрета тренда процеса диверсификације, спроведених после другог светског рата, био је промена корпоративних циљева. Како су статус менаџера, сигурност и моћ тесно повезани са величином предузећа које контролишу, треба веровати да ће менаџери више тежити расту предузећа, чак и на штету профитабилности, што се повезује чињеницом да су њихове плате у тесној корелацији са величином фирме. За фирме у опадајућој индустрији, аверзија менаџера према ризику која настаје услед смањења обима производње чини диверсификацију посебно атрактивном.

Постоје два фактора за које се мисли да ограничавају способност топ менаџмента да више теже другим циљевима него профитабилности. Прво, у дугом року, предузеће мора обезбедити већу зараду на уложени капитал од својих трошкова, или неће бити у могућности да повећа капитал који је неопходан како би се по-

вратила уложена средства. Друго, уколико се менаџмент одлучи да жртвује профитабилност ради остварења неких других циљева, онда се излаже опасности да изгуби послове, било због револта акционара, било због аквизиције. То објашњава зашто компаније напуштају диверсификоване послове када је њихова независност угрожена због понуде за преузимање или пада профитабилности која привлачи потенцијалне стицатеље.

Други мотив за спровођење диверсификације је потреба за заштитом од ризика. Како би изоловали ефекте диверсификације на ризик, корисно је размотрити „чисту” или „конгломерантску” диверсификацију, где су засебни послови подведени под „исти кров“ али, пошто су неповезани, њихови индивидуални готовински токови остају непромењени. Све док су готовински токови комбинованих послова у несавршеном узајамном односу, постоји мање одступање готовинских токова комбинованих послова од просека готовинских токова одвојених послова, што значи да диверсификација смањује ризик. Али, да ли ово смањење ризика креира вредност за акционаре? За одговор на ово питање морамо узети у обзир чињеницу да инвеститори поседују диверсификоване портфеље. Следеће питање које се само намеће је, која предност може настати за држаоце тих портфеља у диверсификованим компанијама? Једина могућа предност је ако фирма може извршити диверсификовање по нижим трошковима у односу на појединачне инвеститоре, јер су трансакциони трошкови акционара, који диверсификују своје портфеље, много мањи него трансакциони трошкови фирми које примењују аквизицију као начин диверсификације.

Уколико узмемо у обзир претпоставку да корпоративна стратегија мора бити усмерена према интересима акционара, онда се поставља питање које су све могуће импликације корпоративне стратегије? За фирме које намеравају да предузму диверсификацију, Михаел Портер предлаже три „неопходна теста” која ће користити приликом одлучивања како би добили одговор на питање да ли ће диверсификација заиста креирати вредност за акционаре:

1. Изабране индустрије за диверсификацију морају бити структурално атрактивне или у могућности да постану атрактивне, а атрактивност произилази из атрактивности гране у коју су делатности укључене. У атрактивне гране, са високим просечним приносом на инвестиције, прилично је тешко ући. Цена уласка не сме прећи све будуће профите. Уколико су трошкови уласка у нове подухвате већи од очекиваних приноса, диверсификација не обезбеђује додатну вредност за предузеће, троше се његови профитни потенцијали и предузеће доживљава неуспех.
2. Нови производ мора дати конкурентну предност у заради корпоративних производа. Овом питању се не придаје довољна пажња од стране менаџмента великих предузећа, јер се не узимају у обзир могућности које се могу појавити услед остварења веће конкурентске предности на циљним тржиштима.

Потенцијал диверсификације који означава профитабилност снажењем тржишне моћи фирме је већ неколико деценија предмет интересовања антимонополске управе у САД-у и Европи. Водећи економисти сматрају да велике диверсификоване фирме могу повећати своју тржишну моћ преко четири механизма.

* Као што глобалне корпорације извлаче снагу из способности да финансирају конкурентске операције на појединачним тржиштима преко унакрсног субвенционирања, тако и мултипословне компаније могу искористити своју величину и различитост како би дисциплиновале или чак протерале специјализоване конку-

ренте са одређених тржишта преко предаторских цена. Предаторско понашање, у смислу предатор *pricing*, се манифестује прениским продајним ценама производа/услуге, тако да долази до нарушавања слободне тржишне утакмице.

* Најнепосреднији начин на који диверсификоване фирме могу проширити свој монопол са једног тржишта на повезана тржишта је путем заједничког паковања два производа. Пример Микрософта казује да се ради о компанији која је злоупотребила своју монополску моћ у РС оперативном систему путем повезивања свог Explorer web browsera са Windows, и тако надвладала иницијално вођство Netscape-a на овом тржишту.

* Диверсификоване компаније могу оснажити своје тржишно учешће уз помоћ склапања споразума са купцима, са циљем давање предности лојалним купцима другог конгломерата. Иако су заједнички споразуми о куповини представљали ризик у неколико мерџера, сматра се да је њихов потенцијал већи на тржиштима земљама у развоју чији пословни сектори доминантно зависе од неколико великих конгломерата.

Када се једно велико конгломерантско предузеће такмичи са другим, треба веровати да ће се срести на знатном броју тржишта. Разноврсност њихових уговора може отупити оштрину конкуренције. Могућа предност на тржишту, која произилази из енергичне утакмице, мора бити процењена у односу на опасност од појаве бројних упада од стране такмичара на неким другим тржиштима. Сваки конгломерат може усвојити специфичне политике дизајниране с намером да стабилизују целу структуру конкурентске повезаности. Путем моделирања вишеструке конкуренције међу диверсификованим фирмама, теорија игара омогућила је ригорозније анализе заједничког уздржавања. У поновљеним играма са учесницима који се сусрећу на вишеструким тржиштима, компаније ће се највероватније уздржавати од агресивних акција на тржишту због страха од иницирања рата. Такво понашање је карактеристично код компанија које се у свом пословању сусрећу са различитим географским тржиштима – мада такве тенденције могу такође постојати и када се диверсификоване компаније суочавају са различитим тржиштима производа.

Економија ширине као екстерна корист диверсификације

Економија ширине настаје због сличних разлога као и економија обима. Кључна разлика је у томе што економија обима представља резултат физичког комбиновања инпута који обезбеђују све већу количину аупута уз континуирано смањење јединичних трошкова произвођача, док економија ширине обезбеђује смањење јединичних трошкова захваљујући производњи повезаних производа. Сама економија ширине разликује се између различитих типова средстава и способности.

Материјални ресурси, попут мреже дистрибуције, система информационе технологије, снаге продаје, и истраживачке лабораторије обезбеђују економију ширине путем елиминисања непотребних преклапања послова посредством креирања једног заједничког објекта. Што су већи фиксни трошкови по јединици производа, то ће бити већа и економија ширине. Економија ширине такође произилази и од централизованих административних и помоћних услуга корпоративног центра које се пружају различитим пословима у оквиру корпорације. У диверсификованим компанијама, службе као што су нпр. рачуноводство, правна служба, односи са владом и информациона технологија, претежно су централизоване, често преко одвојених организационих служби које обезбеђују заједничке административне и

техничке услуге оперативним пословима. Сличне уштеде настају и захваљујући централизованим истраживачким активностима у корпоративним истраживачко-развијним лабораторијама. Поред тога, економија ширине може настати и у финансијском сектору. Тако је нпр. General Electric, спајајући индустријску компанију са компанијом из области финансијских услуга, успео да смањи своје укупне трошкове капитала ових компанија.

Нематеријални ресурси, као што су нпр. марка производа, корпоративна репутација и технологија, обезбеђују економију ширине углавном преко способности њиховог трансфера са једног пословног подручја на друго по изузетно ниским маргиналним трошковима. Када компанија изгради јаку репутацију марке за одређени производ, постоји снажан подстицај за представљање сродних производа под истом марком производа.

Организационе способности могу бити трансферисане унутар диверсификоване компаније. Као пример се може навести компанија LVMH, која представља највећег светског добављача маркираних луксузних добара. Њена дистинктивна способност је управљање луксузним маркама, која укључује тржишну анализу, адвертајзинг, промоцију, управљање малопродајом и обезбеђење квалитета. Ове способности су развијене преко марки: Louis Vuitton (прибор и кожна галантерија); Hennessy (коњак); Moët et Chandon, Don Perignon, Verve Cliquot и Круг (шампањац); Целине, Givenchy, Kenzo, Dior, Guerlain и Donna Karan (модна одећа и парфеми); TAG Heuler и Chaumet (сагови); Sephora и La Samaritaine (малопродаја) и још 25 других марки. Sharp Corporation, корпорација првобитно основана за производњу металних предмета и Ever Sharp Pencil, компанија која поседује способност минијатуризације електронских производа креирајући их како би развила и увела низ иновативних производа, су отпочеле са првим транзисторским калкулатором у свету (1964), првим LCD цепним калкулатором (1973), LCD колор телевизором, интернет viewcam, 3 G мобилним телефонима и итд.

Мада економија ширине омогућава уштеде у трошковима, које настају због дељења и трансферисања ресурса и способности, питање које се неминовно поставља је да ли фирма може извршити диверсификацију преко ових различитих послова у циљу искоришћења ових уштеда? Одговор је не. Економија ширине, која настаје на основу ресурса и способности, може бити једноставно експлоатисана преко продаје или давања дозвола коришћења ових ресурса и способности другим фирмама. Harley-Davidson користи име своје марке за многе своје производе. Међутим, ова компанија се придржава само производње мотоцикла, док лиценцу за коришћење своје марке даје произвођачима мајица, одеће, привезака за кључеве, цигарета и сл.

Економија ширине не обезбеђује адекватно образложење за диверсификацију и мора бити подржана присуством трансакционих трошкова. Међутим, присуство тих трошкова у било ком неспецијализованом средству може обезбедити ефикасност зараде од диверсификације, чак и тамо где економије ширине нема. Размотримо случај финансијског капитала. Када су учињени значајни трошкови због коришћења иностраног тржишта капитала, диверсификована фирма може остварити користи од нижих трошкова капитала путем формирања балансираног портфолиа послова који стварају готовину и оних који је апсорбују. Централна улога корпоративног head office у диверсификованим компанијама је да алоцира капитал између различитих послова према могућем профиту од различитих инвестиционих могућности. На овај начин, диверсификована фирма представља интерно тржиште капитала на коме се различити послови такмиче за инвестирање средстава.

Ефикасност такође може настати и од способности диверсификоване компаније да премешта запослене (посебно менаџере и техничке експерте) између својих

дивизија, и да се мање ослања на политику запошљавања и отпуштања радника. Како се компанија развија и суочава са новим околностима, неопходне су потпуно другачије менаџерске вештине. Трошкови везани за запошљавање укључују оглашавање, време утрошено на интервјуе и селекцију, те трошкове head-hunting агенција, док трошкови отпуштања радника могу бити веома високи јер морају бити понуђене отпремнине.

Закључак

Савремени услови пословања отварају проблем обезбеђења ефикасности у ангажовању и трошењу релативно ограничених производних ресурса и, сходно томе, остварити диферентну предност на циљним тржиштима у условима сталних промена у потребама потрошача. Уз помоћ вертикалне интеграције и диверсификације, предузеће је у могућности да оствари пословни успех и оствари конкурентску предност у односу на друга предузећа. Захваљујући координирању токова производа/услуга између предузећа, вертикална интеграција доводи до смањења трошкова залиха и брзине развоја производа, повећава степен коришћења капацитета и олакшава приступ тржишту, док диверсификација обезбеђује смањење ризика са којим се предузеће сусреће и веома често представља пут креирања додатне вредности за власнике фирми. Ове стратегије постају врло присутне у понашању савременог корпоративног предузећа, које се појављују као скуп различитих ресурса и производа који му омогућавају стабилност и већу ефикасност пословања у променљивом и несигурном окружењу. Да би предузећа приступила њиховој реализацији, неопходно је урадити свеобухватну SWOT анализу, која би показала које су све могуће перспективе даљег развоја једног оваквог решења као и бенефите које може имати.

Литература

1. Chiesa, V., Manzini, R. (1997). Competence-based Diversification. *Long Range Planning*, p. 209.
2. Денчић – Михајлов, К. (2009). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет.
3. Красуља, Д., Иванишевић М. (2001). *Пословне финансије*. Београд: Економски факултет.
4. Martin, D., J., Sayrak, A. (2003). Corporate Diversification and Shareholder Value: A Survey of Recent Literature. *Journal of Corporate Finance*, p. 39.
5. Raynor, E.M., Bower, L.J. (2001). Lead From the Center: How to Manage Divisions Dynamically. *Harvard Business Review*, No. May, 93-100.
6. Сенић, Р.(1993). *Управљање растом и развојем предузећа*. Београд: Савремена администрација.
7. Тодоровић, Ј., Ђуричин, Д., Јаношевић, С. (1998). *Стратегијски менаџмент*. Београд: Институт за тржишна истраживања.
8. Ћировић, М. (2004). *Фузије и аквизиције*. Нови Сад: Прометеј.