

De welvaartsparadox van fusies en overnames

De fusiegolf van het afgelopen decennium heeft tot een stortvloed van empirisch onderzoek aangezet, met name op twee belangrijke deelterreinen van de economische wetenschap, de financiële economie en de industriële organisatie. De bevindingen van beide stromingen ten aanzien van de vraag of fusies en overnames al dan niet welvaartsverhogend zijn, contrasteren. In dit artikel wordt op deze paradox ingegaan. Tevens wordt een verklaring gezocht voor de hoge overnamepremies die voor doelwit-ondernemingen worden betaald. Het management van een onderneming laat zich daarbij leiden door motieven die niet altijd in het belang zijn van de aandeelhouder.

PROF. DR. P.W. MOERLAND*

We beleven thans de vierde fusiegolf in een periode van honderd jaar. In de Verenigde Staten kwamen de afgelopen tijd fusies en overnames tot stand ter waarde van enkele honderden miljarden dollars per jaar. Ook in Europa vinden historisch gezien opmerkelijk veel herschikkingen plaats in de eigendomsverhoudingen van ondernemingen. Daarbij is in toenemende mate sprake van grensoverschrijdende transacties, een ontwikkeling die zich door de globalisering en door de voortgaande Europese integratie alleen nog maar zal versterken.

Voor economen vormt deze veelheid en variëteit aan fusies en overnames een uitdaging om onderzoek te richten naar de oorzaken en consequenties van deze verschijnselen. Sommige internationale tijdschriften, bij voorbeeld op het terrein van de financiële economie en van de industriële organisatie, staan de afgelopen jaren dan ook bol van publikaties over dit onderwerp. Zoals ook op andere gebieden van de economische wetenschap wel wordt waargenomen, wijzen de uitkomsten van dergelijke rijke verzamelingen van onderzoeken niet steeds in dezelfde richting. Alleen al de simpele vraag waarom fusies en overnames eigenlijk voorkomen levert een baaiert van wel een dozijn uiteenlopende theorieën op. Ook de vraag of fusies en overnames maatschappelijk nuttig en gewenst zijn, houdt de geesten verdeeld. Hetzelfde geldt voor het vraagstuk van de beschermingsconstructies.

In dit artikel wordt ingegaan op de vraag of acquisities überhaupt economische voordelen opleveren, en wel door een confrontatie en interpretatie van bevindingen van empirisch onderzoek op twee verschillende deelgebieden van de economische wetenschap: financiële economie aan de ene kant en industriële organisatie aan de andere kant. Op deze twee deelgebieden komt men tot tegenstrijdige conclusies ten aanzien van de intrigerende vraag of fusies en overnames al dan niet welvaartsverhogend zijn: de welvaartsparadox van fusies en overnames. Volgens financiële economen zou er gemiddeld genomen wel sprake zijn van welvaartscreatie, terwijl dit volgens beoefenaren van industriële organisatie niet het geval zou zijn.

Hieronder wordt eerst een uiteenzetting gegeven van de overwegende bevindingen binnen de financiële economie, daarna binnen de industriële organisatie. Vervolgens worden beide met elkaar vergeleken en van commentaar voorzien. Ten slotte zal aandacht worden besteed aan de vraag waarom het management van acquirerende ondernemingen in het algemeen bereid is om zeer hoge of mogelijksterwijs te hoge overnamepremies te bieden.

De financiële economie

Het empirisch onderzoek van financiële economen naar de welvaartseffecten van fusies en overnames is veelal gebaseerd op toepassing van zogenaamde 'event studies'. Met behulp hiervan worden de effecten van een voorgenomen acquisitie nagegaan op de beweging van de beurskoersen van bieder en doelwit ten tijde van de aankondiging. Na correctie voor de koersontwikkeling van de aandelenmarkt als geheel worden de buitengewone rendementen (koersresultaten), die verband houden met de aankondiging, geschat voor beide categorieën aandeelhouders. Uit tal van, overwegend Amerikaanse, studies komt naar voren dat de aandeelhouders van doelwit-ondernemingen riante positieve buitengewone rendementen behalen, variërend van twintig tot meer dan vijftig procent¹. Voor wat betreft de aandeelhouders van biedende ondernemingen is het beeld minder eenduidig. Voor hen zijn de buitengewone rendementen ofwel licht positief ofwel afwezig. Wanneer nu de effecten voor beide categorieën aan-

* De auteur is hoogleraar aan de Katholieke Universiteit Brabant. 1. Vergelijk het overzichtsartikel van M.C. Jensen en R.S. Ruback, The market for corporate control, the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, nr. 11, 1983, blz. 5-50. Voorts: K.S. Nathan en T.B. O'Keefe, The rise in takeover premiums, an exploratory study, *Journal of Financial Economics*, nr. 23, 1989, blz. 101-119.

deelhouders worden gecombineerd, resulteert een gezamenlijke welvaartstoename. Hieruit leiden financiële economen af dat fusies en overnames welvaartsverhogende activiteiten zijn. Als bron van deze waardecreatie wordt vaak genoemd een betere benutting van schaarse produktiemiddelen, bij voorbeeld door het bewerkstelligen van schaalvoordelen en andere synergetische effecten, verandering van falend management, of verbetering van het risicoprofiel. De relevantie van deze argumentatie wordt nogal eens onderstreept door te verwijzen naar terugvallende beurskoersen ingeval een aangekondigde acquisitie alsnog wordt afgeblazen. Dan krijgen de voorspelde synergetische en andere voordelen immers geen kans om zich te openbaren, waarmee de reden voor de buitengewone rendementsvorming komt te vervallen. Globale conclusie binnen de financiële economie luidt dan ook dat fusies en overnames welvaartsverhogend zijn.

De industriële organisatie

Het empirisch onderzoek naar de welvaartseffecten van fusies en overnames, dat binnen het vakgebied van de industriële organisatie wordt ondernomen, is veelal gebaseerd op boekhoudkundige gegevens en modellen van de marktstructuur. Als algemene lijn komt uit dit type, eveneens voornamelijk maar niet uitsluitend Amerikaans, onderzoek naar voren dat het merendeel van de gepleegde acquisities onsuccesvol is in termen van winstgevendheid, produktiviteit en ontwikkeling van marktaandeel. Een uitvoerige studie betreffende acquisities in de Verenigde Staten van Ravenscraft en Scherer² indiceert dat de prestaties van ondernemingen nadat ze zijn samengegaan als regel niet verbetert, maar verslechtert. Vergelijkbaar onderzoek betreffende het Verenigd Koninkrijk wijst in de richting van licht verminderende winstgevendheid na een acquisitie³. Eventuele economische voordelen worden tenietgedaan door de overgangskosten. Globale conclusie binnen de industriële-organisatiediscipline: fusies en overnames zijn niet welvaartsverhogend.

Is de paradox verklaarbaar?

De globale conclusies voor de welvaartseffecten van fusies en overnames van financiële economen aan de ene kant en industriële-organisatie-economen aan de andere kant zijn tegenstrijdig, of voorzichtiger gesteld, lijken tegenstrijdig te zijn. Is hiervoor een redelijke verklaring te vinden?

Voor de beantwoording van deze intrigerende vraag is het wellicht goed om wat dieper in te gaan op de merites van de toegepaste onderzoeksmethoden en op de vraag in hoeverre zij onderling vergelijkbaar zijn.

De gebruikte data

Een eerste verschil betreft de gehanteerde data. Event studies maken gebruik van beurskoersen, terwijl de winstgevendheidsstudies zich baseren op boekhoudkundige gegevens. Aan beide categorieën data zitten voetangels en klemmen. Men kan zich afvragen in hoeverre de koersreactie ter beurze als een juiste indicator voor het te verwachten waarde-accres van een acquisitie kan worden beschouwd. De semi-stringente variant van de in de financieringstheorie gangbare efficiënte-markthypothese stelt dat alle publiekelijk beschikbare informatie omtrent een onderneming onmiddellijk en volledig in de beurskoers tot uitdrukking wordt gebracht. Nog los van de beperkte absolute houdbaarheid van deze hypothese⁴ kan men evenwel

aanvoeren dat bij fusies en overnames juist niet publiekelijk beschikbare informatie een belangrijke rol zal kunnen spelen. Biedende partijen zullen in het algemeen zeer goed zijn ingevoerd in de branche van het doelwit en beschikken uit dien hoofde over superieure informatie over de vraag of het doelwit wellicht is overgewaardeerd of ondergewaardeerd. Als voorbeeld van uiteenlopende taxaties door aandeelhouders en management van een biedende partij diene de casus Du Pont-Conoco. In de zomer van 1981 speelde zich in de Verenigde Staten het gevecht af van de tot dan toe grootste overname aller tijden rondom de oliemaatschappij Conoco. Dome Petroleum en Seagram waren al enige tijd in de race, voordat Du Pont zich op 6 juli met de aankondiging van een bod als witte ridder presenteerde. De beurs reageerde scherp. De koers van Du Pont daalde onmiddellijk met acht procent, terwijl de koers van Conoco tegelijkertijd steeg met bijna twaalf procent. De aandeelhouders van Du Pont zagen de waarde van hun bezit op één dag met \$ 642 miljoen teruglopen. Een duidelijk signaal zou men zeggen. De aandeelhouders van Du Pont maakten op die wijze duidelijk, dat zij vonden dat het management zich aan het vergissen was. Wie echter zou verwachten dat Du Pont zich daarop uit de strijd terugtrok, heeft het mis. Eerst kwam Seagram met een hoger bod, en Du Pont ging er overheen. Daarna verscheen Mobil Oil ten tonele, en Du Pont ging er opnieuw overheen. Uiteindelijk kwam dit bedrijf als overwinnaar uit de strijd, uiteraard tegen een nog hogere prijs dan waarop in eerdere instantie de aandeelhouders negatief hadden gereageerd. Het eindbod beliep \$ 7,5 miljard, hetgeen \$ 3,2 miljard meer was dan de beurswaarde van Conoco voordat de strijd aanving. De aandeelhouders van Conoco realiseerden binnen een periode van zes weken een positief buitengewoon rendement van 71 procent, terwijl de beurswaarde van Du Pont uiteindelijk terugliep met tien procent⁵. De gecombineerde beurswaarde steeg per saldo met \$ 2,4 miljard. Kan deze waardestijging nu worden beschouwd als maatstaf voor de te behalen economische voordelen door deze overname? In een dieptestudie naar deze casus heeft Ruback vrijwel tevergeefs gezocht naar de bronnen, waaruit de achter het netto waarde-accres van \$ 2,4 miljard vermoede voordelen zouden kunnen vloeien⁶.

Het afgaan op bewegingen van beurskoersen kan dus niet geheel zonder reserves geschieden. Hetzelfde geldt in feite voor de andere categorie van onderzoeksmateriaal, de boekhoudkundige cijfers omtrent het rentabiliteitsverloop. Om te beginnen zijn winstberekeningen in sterke mate afhankelijk van methoden en conventies, die per land kunnen verschillen en ook per onderneming. Met name de verwerking van goodwill speelt in het onderhavige verband

2. D.J. Ravenscraft en F.M. Scherer, *Mergers, sell-offs, and economic efficiency*, Brookings Institution, Washington D.C., 1987. Zie ook: R.E. Caves, Effects of mergers and acquisitions on the economy: an industrial organization perspective, in: L.E. Browne en E.S. Rosengren (red.), *The merger boom*, proceedings of a conference held at Melvin Village, New Hampshire, 1987, blz. 149-168.

3. Vergelijk D.C. Mueller, *Mergers: causes, effects and policies*, *International Journal of Industrial Organization*, nr. 7, 1989, blz. 1-10.

4. Kritische opmerkingen hieromtrent treft men aan bij onder andere F. Black, Noise, *The Journal of Finance*, nr. 41, 1986, blz. 529-543; en L.H. Summers, Does the stock market rationally reflect fundamental values?, *The Journal of Finance*, nr. 41, 1986, blz. 591-602.

5. Merk op, dat de aandeelhouders van de bieder er in dit geval fors op achteruitgaan, zulks in afwijking van het hiervoor weergegeven algemene beeld van licht positieve of gelijkblijvende resultaten.

6. R.S. Ruback, The Conoco takeover and stockholder returns, *Sloan Management Review*, nr. 23, 1982, blz. 13-33.

een rol van betekenis. Indien op betaalde goodwill wordt afgeschreven ten laste van de resultatenrekening, zoals bij overnames gebruikelijk is in de Verenigde Staten, drukt dit op het winstcijfer. Hoge biedpremies bezorgen de aandeelhouders van het doelwit positieve buitengewone rendementen, maar leiden tegelijkertijd tot terugvallende rentabiliteitscijfers bij de overnemende partij. Hierin is een eerste mogelijke verklaringsgrond gelegen voor de hierboven gesignaleerde schijnbare tegenstelling tussen de bevindingen binnen financiële economie en de industriële-organisatietheorieën.

De tijdsdimensie

Een tweede verschil tussen de op deze uiteenlopende terreinen toegepaste onderzoeksmethoden betreft de tijdsdimensie. Event studies beperken zich veelal tot een bescheiden tijdsinterval van hooguit enkele maanden rondom het tijdstip van aankondiging, en de effectmeting heeft een ex-antekarakter. De winstgevendheidsstudies richten zich op de ex-postresultaten van het samengaan over een langere periode, die meestal een aantal jaren omvat. Deze verschillen zijn zodanig dat een directe vergelijking van de onderzoeksresultaten kwetsbaar is. Overigens is er ook op bescheiden schaal onderzoek verricht naar het koersgedrag van aandelen van acquirerende ondernemingen gedurende de eerste jaren na een gerealiseerde overname. Daaruit komt naar voren, dat deze aandelen aanzienlijke negatieve buitengewone rendementen genereren⁷. Men zou kunnen stellen dat deze ex-postrendementsontwikkeling (op basis van beurswaarden) in overeenstemming is, of althans samengaat, met de eerder gememoreerde ex-postrentabiliteitsontwikkeling (op basis van boekwaarden). Het is overigens de vraag welke betekenis kan worden toegekend aan langjarige effectmetingen na een overname. Er zal immers al gauw sprake zijn van verstoringe invloeden uit hoofde van allerlei andere ontwikkelingen, die simultaan plaatsvinden. Hoe dan ook, de gemaakte kanttekeningen maken, evenals hierboven, de geopperde tegenstelling tussen de bevindingen van de financiële economie en de industriële organisatie, minder scherp.

De onderzoeksmethoden verschillen op een aantal belangrijke punten, zoals de gebruikte data en het gehanteerde tijdsinterval. Daardoor zijn de op de afzonderlijke terreinen gevonden uitkomsten niet zonder meer vergelijkbaar. Integendeel, het lijkt aannemelijk dat de verschillen in onderzoeksmethodiek in belangrijke mate verantwoordelijk zijn voor de verschillen in uitkomst. Daarmee is de welvaartsparadox dan wel niet opgelost, maar ten minste enigermate opgehelderd.

Hoge overnamepremies

Na deze relativeringen van de schijnbaar tegenstrijdige resultaten van economisch onderzoek blijft niettemin de vraag overeind waarom het management van acquirerende ondernemingen in het algemeen bereid is om zeer hoge of mogelijkere wijs te hoge overnamepremies te betalen. Is hiermee het belang van de eigen aandeelhouders wel gediend? Er zijn verscheidene mogelijke verklaringen voor het fenomeen van (te) hoge overnamepremies. Deze verklaringen kunnen ruwweg worden geclassificeerd in twee categorieën, te weten:

- het management streeft andere doelstellingen na dan maximalisatie van de waarde voor de eigen aandeelhouders;
- het management streeft weliswaar naar maximalisatie van de waarde voor de eigen aandeelhouders, maar ontmoet ernstige problemen bij het nakomen van deze doelstelling.

Management versus aandeelhouders

Men kan stellen dat de gangbare moderne financieringstheorie is gefundeerd op het uitgangspunt dat ondernemingen handelen in het belang van hun bestaande aandeelhouders. Maximalisatie van de waarde van het aandelenvermogen staat daarbij voorop. Deze voorstelling van zaken past binnen het neo-klassieke raamwerk, waarin de onderneming als een holistische entiteit wordt beschouwd, als zijnde een produktiefunctie, ingeklemd tussen input- en outputmarkten, en opererend onder een eenduidig maximaliseringspostulaat. Dit holisme voert terug naar de oorspronkelijke wording van ondernemingen, waarbij leiding en eigendom zijn samengebundeld in de figuur van de klassieke ondernemer. In feite heeft zich bij veel ondernemingen – met het groeien van hun omvang – een scheiding tussen leiding en eigendom voltrokken. Berle en Means⁸ spraken van een 'corporate revolution' als aanduiding voor het ontkoppelingsproces van de managementfunctie en de financieringsfunctie. De laatste vijftien jaar heeft zich theoretische vorming ontwikkeld, waarbij het holisme op systematische wijze wordt vervangen door het uitgangspunt van conflicterende belangen. Met name de agency-theorie presenteert een dergelijke benaderingswijze. Daarin wordt de verhouding tussen aandeelhouders en management voorgesteld als een agencyrelatie, een relatie tussen principaal en agent. De ene partij, de agent, presteert ten behoeve van de andere partij, de principaal, in ruil voor een bepaalde vergoeding. In een agencyrelatie is sprake van het delegeren van beslissingsbevoegdheid van principaal aan agent, en dit stelt een prikkelings- en beoordelingsprobleem. De agent dient, gegeven zijn eigen nutsfunctie en zijn informatievoorsprong, gemotiveerd te worden om zoveel mogelijk te handelen in het belang van zijn principaal. In 1976 hebben Jensen en Meckling in een inmiddels klassiek geworden bijdrage een vruchtbare aanzet gegeven voor de benadering van dit vraagstuk⁹. Zij incorporeren elementen van toezicht en beoordeling in de agencyrelatie. Het gaat hierbij in wezen om het creëren van een disciplineringsmechanisme, dat kan bewerkstellingen dat het management niet ongebreideld en straffeloos bezijden de belangen van de (externe) aandeelhouders kan handelen.

Het zal duidelijk zijn dat in een complexe omgeving en bij een zeer gespreid aandelenbezit het aligneren van het management conform de belangen van hun principalen niet volkomen te verwezenlijken is. Er blijft ruimte voor divergentie in na te streven belangen en doelstellingen.

Binnen het vakgebied van de industriële organisatie wordt vaak gesuggereerd dat managers 'empire-building' en verovering van marktmacht zouden nastreven. Wanneer de aandacht van het management in de eerste plaats uitgaat naar groei van de omzet of van de bedrijfsomvang kan zulks conflicteren met de doelstelling van waardemaximalisatie. Mueller heeft gesuggereerd dat ondernemingen geneigd zullen zijn om, met name diversificerende, acquisities te plegen wanneer ze in de rijpheids- of de teruggangsfase van hun levenscyclus verkeren¹⁰. Men tracht aldus toegang te verkrijgen tot nieuwe perspectieven op groei en winstgevendheid. Als alternatief voor dergelijke branchevreemde acquisities zou het management kunnen overwegen om overtollige liquiditeiten uit te keren aan de

7. Vergelijk Jensen en Ruback, op.cit., 1983, en Mueller, op.cit., 1989.

8. A.A. Berle en G.C. Means, *The modern corporation and private property*, New York, McMillan, 1932.

9. M.C. Jensen en W.H. Meckling, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, nr. 3, 1976, blz. 305-360.

10. D.C. Mueller, A life cycle theory of the firm, *Journal of Industrial Economics*, nr. 21, 1972, blz. 199-219.

aandeelhouders. Jensen gaat ervan uit dat vooral ondernemingen in de teruggangsfase over grote sommen kasgeld beschikken, welke worden aangewend om laag renderende of zelfs waardevernietigende acquisities te plegen¹¹. De indruk bestaat dat deze misallocaties vooral tijdens de derde fusiegolf (eind jaren zestig begin jaren zeventig) aan de orde waren¹².

Donaldson meent uit een gedetailleerd onderzoek bij twaalf grote Fortune 500 ondernemingen te moeten concluderen dat het management niet zozeer wordt gedreven door het streven naar een zo hoog mogelijke waarde voor de aandeelhouders, maar veeleer door een zo hoog mogelijke 'corporate wealth', die hij definieert als 'the aggregate purchasing power available to management for strategic purposes'¹³. Het management zou vooral uit zijn op het creëren van voldoende discretionaire financiële ruimte, waarbij het een zekere afstandelijkheid en onafhankelijkheid zou nastreven ten opzichte van de verschafters van ondernemend vermogen.

Ook de vormgeving van beloningssystemen, waarin groei en omvang van de onderneming niet zelden een rol spelen, kan bijdragen tot gedrag dat niet geheel bijdraagt tot maximalisatie van de waarde ten behoeve van de aandeelhouders. Bij divergentie tussen de doelstellingen van de aandeelhouders en van het management ligt het in de rede dat de premiestelling bij fusies en overnames niet geheel in overeenstemming is met waardemaximaliserend handelen. Om redenen van groei en risicospreiding zal het management geneigd kunnen zijn om meer te bieden dan vanuit het belang van de eigen aandeelhouders voor wenselijk moet worden gehouden.

Management en praktijk

Het is ook denkbaar dat het management weliswaar tracht om de waardedoelstelling van de aandeelhouders na te streven, maar daarbij in de praktijk ernstige problemen ondervindt. Zo zal het inschatten van de uit een acquisitie voortvloeiende synergetische en andere voordelen in veel gevallen slechts bij benadering mogelijk zijn. Het lijkt er evenwel op dat deze voordelen door het management veelal gunstiger worden ingeschat dan door de eigen aandeelhouders. Roll heeft in dit verband zijn inmiddels bekende hubrishypothese gelanceerd¹⁴. Managers zouden vermetel zijn en te zeer overtuigd van hun eigen kunnen. Bieders die hiermee zijn behept, zijn ervan overtuigd het steeds bij het juiste eind te hebben. Zij gaan op in de strijd en gaan door tot zij hun prooi hebben bemachtigd, desnoods tegen een te hoge prijs ('winner's curse'). Alhoewel vermetelheid in bepaalde gevallen stellig een grote rol zal spelen, gaat het wat ver om aan deze eigenschap algemene geldigheid toe te kennen.

Hoge premies kunnen echter ook worden verklaard uit scherpe concurrentie tussen verschillende bieders om de verwerving van een begeerd doelwit. De overnamemarkt heeft zich de laatste jaren ontwikkeld tot een verkopersmarkt. Met name merkfabrikanten fungeren als geliefde doelen waarvoor soms astronomische prijzen worden betaald (vergelijk de strijd om vermaarde cognac- en likeurhuizen enige jaren geleden¹⁵). De laatste tijd komt het daarnaast steeds vaker voor dat de aandeelhouders van het doelwit of daaraan gerelateerde marktpartijen uitdrukkelijk om hogere premies vragen. (Audet, Verkade, Jacobs Suchard). Indien gegadigden in weerwil hiervan toch doorzetten, toucheren de ontvangende aandeelhouders een groter deel van het veronderstelde waarde-accres dan oorspronkelijk in de bedoeling van de bidder lag.

Ten slotte kan erop worden gewezen, dat er niet zelden enige discrepantie zal bestaan tussen de vooraf, optimistisch ingeschatte, economische voordelen van een acquisitie en de nadien blijkende beperkte benutting daarvan. Het werkelijke proces van integratie en implementatie ver-

loopt nogal eens moeizaam door allerhande complicaties van personele, culturele of andere aard. De ex ante verwachte waardecreatie wordt in de praktijk zeker niet altijd volledig gematerialiseerd.

Uit dit alles komt naar voren, dat een veelheid van factoren ertoe kan bijdragen, dat het management niet steeds in de gelegenheid is om de doelstelling van waardemaximaliserend gedrag waar te maken, ook al wordt dit uitgangspunt als leidend beginsel onderschreven.

Samenvatting en conclusies

Binnen twee deelgebieden van de economische wetenschap, de financiële economie en de industriële organisatie, komt men tot tegenstrijdige conclusies ten aanzien van de vraag of fusies en overnames al dan niet welvaartsverhogend zijn: de welvaartsparadox van fusies en overnames. Volgens financiële economen is er gemiddeld genomen wel sprake van welvaartscreatie, terwijl dit volgens beoefenaren van de industriële organisatie niet het geval is.

In dit artikel is ingegaan op de merites van de op beide terreinen gebezigde methoden van onderzoek (het gebruikte materiaal en de tijdsdimensie) en op de mate waarin de gevonden resultaten onderling vergelijkbaar zijn. Daarmee wordt althans een deel van de paradox blootgelegd en opgehelderd. Niettemin blijft de vraag overeind waarom acquirerende ondernemingen in het algemeen bereid zijn om zeer hoge of mogelijkere wijs te hoge overnamepremie te betalen. Deze vraag wordt via twee uiteenlopende benaderingswijzen geanalyseerd, namelijk door uit te gaan van een belangentegenstelling tussen aandeelhouders en management, respectievelijk door het benadrukken van complicerende factoren bij het waarderen, verwerven en integreren van doelwit-ondernemingen. Welke verklaringswijze ook het meeste hout snijdt, vaststaat dat de aandeelhouders van overgenomen ondernemingen er aanzienlijk op vooruitgaan. Voor de aandeelhouders van de overnemende partij is dat nog maar de vraag.

P.W. Moerland

11. M.C. Jensen, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, (papers and proceedings), nr. 76, 1986, blz. 323-329.

12. Vergelijk Porter, die stelt dat de "corporate strategies of most companies have dissipated instead of created shareholder value"; M.E. Porter, From competitive advantage to corporate strategy, *Harvard Business Review*, nr. 65, 1987, blz. 43-59.

13. G. Donaldson, *Managing corporate wealth*, Praeger, New York, 1984.

14. R. Roll, The Hubris hypothesis of corporate takeovers, *The Journal of Business*, nr. 59, 1986, blz. 197-216.

15. Zo ging Martell in 1987 voor 40 maal de winst naar Seagram, verloor Rémy Martin de strijd om Bénédictine van Martini en Rossi, waarbij meer dan 100 maal de winst werd betaald. Rémy kreeg op zijn beurt in 1988 Piper-Heidsieck in handen tegen 65 maal de winst.