



## Fuseren of innoveren?

**Auteur(s):**

Schenk, H.

*De auteur is als bijzonder hoogleraar industriebeleid resp. buitengewoon hoogleraar ondernemingstheorie verbonden aan de KUB te Tilburg en de Louis Pasteur-universiteit te Straatsburg. Hij is tevens verbonden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Dit artikel is gebaseerd op lezingen gehouden bij het 25-jarig bestaan van de Faculteit Bedrijfskunde aan de Erasmus Universiteit Rotterdam (28 september 1995) en de Landelijke Bestuurskundedag aan de Technische Universiteit Delft (14 maart 1996).*

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4050, pagina 248, 20 maart 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

industriële, organisatie, economische, orde

*Vele van de grootste Europese en Amerikaanse ondernemingen worden door het fusiegedrag van hun concurrenten in een situatie gemanoeuvreerd die gelijkenis vertoont met het gevangenendilemma: zij worden periodiek gedwongen meer te investeren in fusies dan op grond van louter economische overwegingen gerechtvaardigd is. Deze excessieve oriëntatie op fusies en acquisities leidt tot concurrentienadelen ten opzichte van Japanse ondernemingen. Het westerse mededingingsbeleid veronderstelt ten onrechte dat fusies worden ingegeven door overwegingen van marktmacht of efficiencyverwachtingen. Dit beleid zet dan ook weinig zoden aan de dijk.*

**Fusies en acquisities behoren tot de belangrijkste strategische acties van westerse ondernemingen. Voor de VS en het VK geldt, dat gemeten over een periode van tien jaar zo'n 35% van de productiecapaciteit overgaat van de ene naar de andere hoofdeigenaar. De toename van de industriële concentratie is voor ongeveer driekwart te herleiden tot de externe groei van ondernemingen, en dus niet tot expansie 'van binnenuit'. Na een kleine inzinking in de vroege jaren negentig, werden in 1993 en 1994 weer nieuwe pieken bereikt. Recente schattingen geven aan, dat Nederlandse bedrijven niet veel onderdoen voor Amerikaanse en Britse indien we het aantal fusies en acquisities afzetten tegen het bruto binnenlands product. Op het hoogtepunt van de meest recente fusiegolf (eind jaren tachtig, begin jaren negentig) vonden waarschijnlijk jaarlijks zo'n 2000 fusies en acquisities plaats waarbij Nederlandse ondernemingen betrokken waren <sup>1</sup>.**

Opvallend is, dat de populariteit van fusies aanzienlijk geringer is in de meest succesvolle economie van na de tweede wereldoorlog: Japan. Japanse ondernemingen zijn na correctie voor de omvang van hun economie bijvoorbeeld tien maal minder actief op het gebied van fusies en acquisities dan Nederlandse bedrijven. Bovendien geldt dat het aantal fusies en acquisities binnen de Japanse economie al meer dan een decennium lang stabiel is; de groei is volledig te herleiden op de overname van buitenlandse ondernemingen. Naar verhouding zijn overigens ook (West-)Duitse ondernemingen minder actief op het gebied van fusies en acquisities dan Britse, Amerikaanse, Nederlandse en Franse.

De vraag doemt derhalve op waarom westerse ondernemingen zo'n voorkeur aan de dag leggen voor fusies en acquisities. De vraag die daaraan gekoppeld moet worden is of die voorkeur leidt tot concurrentievoor- dan wel nadelen.

Om met dit laatste te beginnen: de resultaten van fusies en acquisities zijn teleurstellend. Enkele onderzoeken op dit gebied zijn samengevat in [tabel 1](#). Onderzoek naar de effecten van fusies en acquisities op het marktaandeel, op de investeringen in spoor- en ontwikkelingswerk, en de 'output' daarvan, komt eveneens tot onthutsende conclusies: ze nemen alle drie af, en het marktaandeel van de overgenomen eenheid daalt zelfs sterk. In verschillende onderzoeken zijn de fusieresultaten gecorrigeerd voor algemeen-economische of sectorale ontwikkelingen. Andere onderzoeken hebben de resultaten van geacquireerde eenheden vergeleken met de resultaten van zelfstandig gebleven bedrijven. Daardoor is het mogelijk de reële bijdrage van de fusie of acquisitie te schatten. Fusie-actieve dan wel geacquireerde eenheden scoorden vrijwel steeds slechter dan het geval was voor de controle-groepen. Ook oudere studies (bijvoorbeeld over fusies die begin deze eeuw plaatsvonden) geven aan dat doorgaans weinig verbeteringen optreden op het vlak van winstgevendheid of marktaandeelgroei. Het lijkt er dus sterk op dat fusies en acquisities structureel niet bij machte zijn om de economische prestaties van de betrokken ondernemingen naar een hoger plan te tillen. In dit artikel trachten we de fusie-paradox te verklaren en worden enkele beleidsaanbevelingen gegeven, zowel voor bedrijven als de overheid.

**Tabel 1. Overzicht van theorieën over fusie en acquisitie**

| Theorie   | variant                      | toepassing                        |
|---|------------------------------|-----------------------------------|
| I. Fusies als macro   | conjunctuurgolven            | economisch fenomeen               |
| II. Fusie en acquisitie als uitkomst van doelgericht handelen | a. gericht op surplus-winst' | industr.-organisatie main stream' |
|   | b. gericht op efficiency-    | synergie-effecten                 |

|  |   |   |
|--|---|---|
|  | winst                                       | markt voor<br>'corporate control'           |
|  | c. gericht op belangen<br>management        | 'hubris'-theorie<br>management-theorieën    |
| III. Fusie en acquisitie<br>als uitkomst van<br>een strategisch proces | a. gericht op bedrijfs-<br>interne factoren | gedragstheorieën                            |
|  | b. gericht op externe<br>factoren           | defensieve theorieën<br>'bandwagon'-theorie |

## De fusie-paradox

Binnen het denkkader van de economische wetenschap moet geconcludeerd worden dat er sprake is van een paradox: ondernemingen spenderen miljarden aan activiteiten die niet leiden tot een verbetering van hun economische prestaties (zie kader). De neoklassieke economische theorie sluit dit verschijnsel zelfs uit, behalve als tijdelijke aberratie. Hoe kan het toch worden verklaard?

[tabel 1](#) geeft een schetsmatig overzicht van de belangrijkste theorieën en deeltheorieën. Bij de interpretatie ervan dienen we ons te realiseren dat fusies zich voordoen in goed aanwijsbare golven. De periode voorafgaand aan de tweede wereldoorlog kende twee golven, de derde deed zich voor rond het einde van de jaren zestig, en de vierde eind jaren tachtig/begin jaren negentig.

We kunnen drie hoofdcategorieën onderscheiden. De macro-economische theorieën bezien fusie als een verschijnsel dat bepaald wordt door algemeen-economische factoren, bijvoorbeeld conjunctuur- en beurscycli. Ofschoon het moeilijk zal zijn om een dergelijke invloed geheel en al te verwerpen, is gebleken dat fusiegolven anticyclische patronen ten toon spreiden.

De tweede hoofdcategorie veronderstelt dat fusies en acquisities het resultaat zijn van doelgericht handelen van ondernemingen, volgens de eerste variant gericht op het verkrijgen van surpluswinsten, volgens de tweede gericht op het realiseren van additionele efficiency, en volgens de derde gericht op het behartigen van de particuliere belangen van de bestuurders van de onderneming. Statistisch staat vast dat het inkomen en de reputatie van bestuurders significanter positief gecorreleerd zijn met de omvang van ondernemingen. Uit een en ander zou afgeleid kunnen worden dat bestuurders een voorkeur hebben voor groei boven winstgevendheid. De 'hubris'-variant veronderstelt dat bestuurders lijden aan zelfoverschatting die voldoende groot is om hen in weerwil van de verwachte waarde toch te doen overgaan tot fusies. Er is echter geen reden om aan te nemen dat deze 'hubris' gecorreleerd is met het optreden van fusiegolven. In ieder geval is een dergelijke correlatie nooit aangetoond.

---

## De fusie-paradox

Lukt het om met fusies de concurrentiepositie te versterken en de resultaten te verbeteren? Empirisch onderzoek geeft een ontuchterend beeld van de resultaten.

» Het met afstand meest belangwekkende werk is gedaan door Ravenscraft en Scherer (1987). Zij onderzochten 6000 fusies, 900 afstotingen, en 15 'cases'. Voor het eerst in de geschiedenis kon tevens gebruik worden gemaakt van gegevens op het niveau van de geacquireerde eenheid (de zogenoemde 'line of business data' van de Federal Trade Commission). Ravenscraft en Scherer concludeerden dat gemiddeld genomen de winstgevendheid van de partners na de acquisitie afnam in vergelijking met de situatie die daaraan voorafging. Slechts 'mergers of equals' (waarlijke fusies tussen gelijkwaardige partners) wisten een, overigens geringe, verhoging van de winstgevendheid te bewerkstelligen, maar dit type fusie was met 2% van het totale aantal nagenoeg verwaarloosbaar. Overigens was het waardeverlies betrekkelijk gering: de onderzoekers schatten dat het verlies aan productieve efficiency op jaarbasis minder was dan 1% van het bbp.

» Een al wat oudere, maar daarom niet minder relevante, studie onder leiding van Mueller besloeg ook een groot aantal Europese landen (waaronder Nederland). De conclusie luidde dat "No consistent pattern of ( ...) improved ( ...) profitability can ( ...) be claimed" (blz. 306).

» Een onderzoek uit 1991 van Bühner, dat betrekking had op 110 fusies en acquisities ondernomen door de grootste 500 Westduitse ondernemingen, kwam al evenzeer tot weinig opwekkende conclusies. De rentabiliteit op zowel het geïnvesteerd als het eigen vermogen van de acquirerende onderneming daalde na de fusie c.q. acquisitie significant.

Er is dus sprake van een paradox: ondernemingen spenderen miljarden aan activiteiten die niet leiden tot een verbetering van hun economische prestaties.

Bronnen: D.J. Ravenscraft en F. M. Scherer, *Mergers, sell-offs, an economic efficiency*, Brookings Institution, Washington DC, 1987; D.C. Mueller, *The determinants and effects of mergers. An international comparison*, Oelgeschlager, Gunn en Hain, Cambridge, 1980; R. Buhner, The success of mergers in Germany, *International Journal of Industrial Organization*, 1991, blz. 414-453.

---

## Naar een fusie-epidemiologie

De tot dusver genoemde theorieën zijn in verschillende varianten in de fusie-literatuur terug te vinden. Dat is niet het geval bij de derde

categorie. Hierin worden fusies en acquisities gezien als de uitkomst van strategische zetten en tegenzetten in een spel met een klein aantal spelers. De eerste variant hiervan legt het accent op de onderhandelingsprocessen die zich binnen de onderneming afspelen, de tweede betreft externe determinanten in de besluitvorming over een mogelijke fusie. Verreweg de meeste fusies worden ondernomen door ondernemingen die onveranderlijk opereren onder oligopolioïde condities. De essentie daarvan is, dat de acties van de ene onderneming onmiddellijk repercussies hebben voor de anderen: er bestaat interdependentie. Dit ligt voor de hand; de gangbare economische theorie veronderstelt echter dat individuele ondernemingen in verhouding tot de omvang van de markt zo klein zijn dat zij geen invloed kunnen hebben op de omgeving van collega-ondernemingen.

Interdependentie dient gecombineerd te worden met een ander essentieel omgevingskenmerk: onzekerheid, zowel over de vraag welke acties de concurrentie zal ondernemen als over de vraag welk profijt die concurrentie daarvan zal hebben, en eveneens over de vraag hoe belangrijk de repercussies zullen zijn. Welk soort dynamiek kunnen we verwachten in een concurrentiesituatie met interdependentie en onzekerheid?

## Navolgingsgedrag

De meeste modellen gaan ervan uit dat rivalen hun gedrag laten sturen door onzekerheidsreductie. Dat leidt vaak tot besluitvorming met behulp van zogenaamde 'routines'; een qua principes gestandaardiseerde manier van analyseren en oplossen van besluitvormingsproblemen. Onder oligopolioïde condities bestaat er niet alleen fundamentele interdependentie tussen de separate besluitvormers (bestuurders), doch ook met de relatieve beoordeling van de 'stakeholders' van de onderneming<sup>2</sup>: die meten de prestaties van een onderneming en zijn bestuurders af aan wat geldt voor een relevant geachte strategische groep (doorgaans andere oligopolisten met een vergelijkbare marktportfolio). Bestuurders hebben dan niet alleen sterk de neiging om met acties te wachten totdat een initiatiefnemer opstaat, doch ook om deze te volgen op het moment dat hij overgaat tot actie. Zou de ondernemingsleiding haar eigen gang gaan, dan onttrekt ze zichzelf de mogelijkheid zich te verschuilen achter collectief falen. Keynes had dat al in de gaten: "Wordly wisdom teaches that it is better for a reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally"<sup>3</sup>.

Scharfstein en Stein hebben aangetoond dat managers deze navolgingsroutine prefereren zelfs indien informatie die alleen henzelf ter beschikking staat ander gedrag zou indiceren, als de winstgevendheid van een bepaalde investering onvoorspelbaar is en zij gevoelig zijn voor hun reputatie binnen hun 'peer group'<sup>4</sup>. Aan de laatste voorwaarde hoeft echter niet eens te zijn voldaan om navolgingsgedrag te laten optreden<sup>5</sup>. Volgens Banerjee ligt de crux in het feit dat een besluitnemer zich realiseert dat er een mogelijkheid is dat een eerdere besliser de beschikking heeft over geprivilegieerde informatie. Het is om deze reden, dat vliegtuigbouwers zo'n groot belang hechten aan een 'launching customer', en dat juryleden bij schoonheidswedstrijden doorgaans in het geheim of simultaan hun stem moeten uitbrengen.

## Minimaal-spijtbeleid

Dietrich en Schenk hebben een en ander geformaliseerd in de minimax-spijtroutine<sup>6</sup>. Deze routine is gebaseerd op het spijt criterium: verondersteld is, dat bestuurders die beducht zijn voor reputatieverlies het spijtiger vinden indien zij in afwijking van hun rivalen een kans hebben gemist dan indien zij samen met hun rivalen een misstap blijken te hebben gedaan. Reeds in de jaren vijftig toonde de wiskundige Savage aan, dat risico-afkerige beslissers bij onzekerheid over de uitkomsten van een beslissing, een adequate oplossing kunnen vinden door (a) per strategie ex ante na te gaan hoe spijtig zij het ex post zouden vinden als ze onder de vigerende omstandigheden niet voor de beste strategie hadden gekozen, en vervolgens (b) die strategie te kiezen waarbij de hoogst denkbare spijt het kleinst is<sup>7</sup>.

## Voorbeeld: toepassing op fusies

Terug naar de fusieparadox. Stel dat onderneming A, om welke reden dan ook, overgaat tot de acquisitie van B. Deze handeling op zich is een signaal voor C: wellicht beschikte A over superieure informatie. Indien C beducht is voor de relatieve evaluatie die zal worden gedaan door zijn 'stakeholders', hangt het af van het reputatieverschil tussen A en C of hij het zal aandurven eveneens over te gaan tot een acquisitie of niet. Ondernemingen met een lagere reputatie dan A, zullen in verhouding tot A doorgaans signalen ontvangen die meer zijn aangetast door ruis. Nu daar het signaal van A bijkomt zal dat - al dan niet terecht - door zowel C als zijn 'stakeholders' worden geïnterpreteerd als een signaal dat duidt op een succes-belovende actie. Onder die omstandigheden is het rationeel om A te volgen, en al zeker indien C het minimax-spijt criterium aanhangt: als de acquisitie ex ante succes belooft, maar achteraf een mislukking blijkt, dan is de spijt die de volgers van A hebben geringer dan de spijt die zij zouden hebben gevoeld indien de actie van A achteraf een succes zou blijken te zijn en zij die actie niet gevolgd hadden.

De fusie-situatie voegt daar nog een belangrijk element aan toe: in tegenstelling tot hetgeen het geval is bij een investeringsspel à la Scharfstein en Stein, kan het acquisitiegedrag van A rechtstreekse gevolgen hebben voor de overlevingskansen van C, indien het gevolgd wordt door anderen en niet door C. Immers, bij toenemende fusie-intensiteit in een economie stijgt de kans dat C zijn zelfstandigheid verliest doordat hij doelwit wordt van fusiegedrag van anderen. Het is voor C dus zaak zich daartegen te wapenen. Dacht men vroeger nog dat dit het beste kon door de winstgevendheid op te voeren, waardoor de beurskoers zou stijgen en C als potentieel doelwit kostbaarder zou worden, recent onderzoek heeft uitgewezen dat juist omvang negatief gecorreleerd is met de kans de zelfstandigheid te verliezen door acquisitie.

## Epidemie

Alles duidt er op dat het rationeel is voor C om op de trein te springen die door A in gang is gezet: er is dan sprake van een 'bandwagon'-effect. Voor D, E, F, enzovoorts, geldt mutatis mutandis hetzelfde, zodat het heel wel mogelijk is dat het aantal fusies en acquisities zal exploderen. Een recente illustratie van het geschetste fusiespel wordt gevormd door de ontwikkelingen in de Amerikaanse communicatie-industrie. Daar waar Walt Disney volgens eigen zeggen overging tot de acquisitie van ABC omdat het zich bedreigd had gevoeld door andere fusies van met name Time en Warner, veranderde dit laatstgenoemde concern vlak na de bekendmaking van de Walt Disney-ABC 'deal' haar plannen om een minderheidsbelang in Turner Broadcasting (onder meer CNN) af te stoten in het plan om juist een meerderheidsbelang te gaan verwerven<sup>8</sup>.

Aan een fusie-explosie komt een noodgedwongen einde doordat de spelers na enige tijd te kampen krijgen met fusie-indigestie. Om te kunnen voortgaan dienen de ondernomen acquisities immers te renderen - en precies dat is wat ze niet doen. Het gevolg is, dat de versnelling in het aantal fusies na verloop van tijd zal afnemen, om vervolgens geheel tot stilstand te komen. Dan begint de neergaande fase. Het aantal fusies en acquisities daalt tot het structurele niveau, totdat ondernemingen weer voldoende financieringscapaciteit hebben gevormd om, hetzij uit eigen middelen, hetzij via de gestegen leencapaciteit opnieu over te gaan tot acquisitie.

In het geschetste fusievoorbeeld is geen sprake van de creatie van economische meerwaarde. Maar dat was in het hier geschetste model ook niet de inzet. Eventuele kritiek op het uitblijven van additionele winstgevendheid kan worden gepareerd doordat dit binnen de strategische groep eveneens het geval is. Daarom leidt het ook niet tot een verslechterde concurrentiepositie van de desbetreffende onderneming. Indien het uitblijven van waardecreatie een generiek verschijnsel is, hetgeen waarschijnlijk is, dan is er bovendien geen reden om aan te nemen dat 'het marktmechanisme' op den duur zal zorgen voor aanpassing van het ondernemingsgedrag aan de wetten van de gevestigde economische theorie.

Het fusieverschijnsel toont meer dan enige gelijkenis met het ontstaan en het verloop van een epidemie. Ook een epidemie verspreidt zich steeds sneller, totdat de verbreiding stagneert, en er vervolgens een vrij plotseling einde in zicht komt. Ik meen dan ook, dat modellen uit de epidemiologie nuttig kunnen zijn bij verdere bestudering van fusies. Het fusieverschijnsel is niet primair iets dat ondernemingen uit eigen vrije wil creëren (ondanks het feit dat ze dat misschien wel denken); voor vele ondernemingen geldt dat het hen overkomt. Een belangrijk verschil tussen een epidemie en een fusiegolf is echter, dat het enige vaccin (namelijk acquisitie) de verbreiding van het verschijnsel juist bevordert.

### *Beleidsimplicaties*

De portee van het bovenstaande is, dat het vanuit het gezichtspunt van waarde-creatie onverstandig is groei primair te realiseren via externe omvangsvergroting, maar tevens dat het onverstandig is zich niets gelegen te laten liggen aan een zich verbreidende fusiegolf. Fusies en acquisities kunnen noodzakelijk zijn ter bescherming van het zelfstandig voortbestaan en ter behoud van relatieve reputatie. Indien deze redenen de overhand hebben, dan is het wellicht niet zinvol veel tijd en energie te steken in het optimaliseren van de integratie, of in operationele samensmelting van de twee fusiepartners. Eerder zou voor dit soort gevallen integratie in het geheel niet moeten worden nagestreefd. Bovendien is het aanzienlijk eenvoudiger om een niet-geïntegreerde eenheid weer af te stoten indien dat wenselijk is. Dit laatste kan het geval zijn wanneer de fusiegolf weer is weggeëbd. Het risico zelf doelwit te worden is dan immers voor een groot deel geweken. Ook nu al wordt een aanzienlijk deel van geacquireerde eenheden - recente Amerikaanse schattingen spreken van een derde tot de helft - binnen tien jaar weer afgestoten, helaas niet dan nadat intensieve integratiepogingen gestrand zijn.

### *Mededingingsbeleid*

Voor het overheidsbeleid gelden de volgende overwegingen. Het fusieverschijnsel wordt doorgaans binnen een mededingingsoptiek getoetst, en dus beoordeeld op mogelijk concurrentieverminderend effect. De momenteel in Nederland in voorbereiding zijnde Mededingingswet spreekt in dit verband van het ontstaan of versterken van een economische machtspositie. Het is echter uitermate moeilijk vast te stellen wat het effect hiervan is op de zg. allocatieve efficiency, dat wil zeggen op de mate waarin de structuur van de maatschappelijke voortbrenging efficiënt is. Het is niet ondenkbaar dat kwesties van productieve efficiency (dat wil zeggen de mate waarin binnen de onderneming schaalvoordelen worden gerealiseerd) het belang van allocatieve-efficiencyvraagstukken verre overstijgen. De gememoreerde resultaatstudies geven immers aan, dat de post-fusie winstgevendheid doorgaans niet groter is dan hetgeen gold vóór de fusie, zodat het de vraag blijft of er sprake is van misbruik van marktmacht <sup>9</sup>.

Impliceert dit nu, dat overheden zich bij het fusiebeleid moeten gaan bemoeien met vraagstukken van productieve efficiency? In het 'trade-off' model van Williamson, dat soms ten grondslag ligt aan het fusiebeleid in andere landen dan Nederland, luidt het antwoord bevestigend <sup>10</sup>. Maar dat model gaat er à priori vanuit dat er bij fusies slechts sprake kan zijn van dalende allocatieve efficiency en stijgende productieve efficiency. De resultaatstudies geven echter aan dat het heel wel mogelijk is dat dalende allocatieve efficiency gelijktijdig optreedt met dalende productieve efficiency. Het 'trade-off' model verliest daarmee zijn grond.

Het ligt eerder voor de hand om de toetsing van fusies vooral te baseren op een onafhankelijke analyse van de effecten op de productieve efficiency. Een dergelijke aanpak zou wellicht minder voor de hand liggen indien het besproken strategische fusiegedrag waarlijk collectief zou zijn. Zo lang iedereen het spel meespeelt, zou men het betrekkelijk geringe efficiencyverlies wellicht voor lief kunnen nemen. Misschien is dat verlies simpelweg de prijs die we moeten betalen om bestuurders onder spanning te houden.

Anders ligt dit echter indien zich een concurrent meldt die zich toelegt op permanente efficiencyverhoging in plaats van fusies en acquisities. Helaas bestaat een dergelijke concurrent. Eerder heb ik opgemerkt, dat fusies en acquisities significant minder voorkomen bij Japanse ondernemingen. Daar waar in het westen veel tijd, aandacht en middelen besteed worden aan investeringen die hoogstens weinig toevoegen aan het maatschappelijk proces van waarde-creatie, zetten Japanse bestuurders deze 'resources' in voor investeringen die leiden tot inhoudelijke verbetering van de concurrentiepositie. Gemiddeld lagen de Japanse investeringen in machines en apparatuur gedurende de periode 1979-1990 maar liefst 20% boven die in Nederland (en niet minder dan 45% boven de Amerikaanse).

Een zo lang volgehouden surplus aan investeringen in de 'hardware' van een economie kan, ceteris paribus, niet anders dan resulteren in een surplus aan concurrentievermogen. Het moge dan ook geen verbazing wekken, dat de gemiddelde leeftijd van de in Japanse ondernemingen aanwezige duurzame productiemiddelen midden jaren tachtig op nog geen tien en een half jaar lag; in Nederland lag dit cijfer zo'n dertig procent hoger, namelijk op bijna dertien en een half jaar <sup>11</sup>. De Japanse economie wordt, met andere woorden, veel frequenter vernieuwd dan de onze en zij is daardoor in staat veel sneller de technologische ontwikkeling te benutten in het productieproces.

Daarnaast zal er tevens meer ruimte bestaan voor investeringen in speur- en ontwikkelingswerk. Het is algemeen bekend, dat het Japanse bedrijfsleven inderdaad substantieel meer te besteden heeft aan R & D dan het geval is in de Verenigde Staten, West-Europa en Nederland. De meest recente berekeningen van het Ministerie van Economische Zaken geven aan, dat het Japanse bedrijfsleven sedert 1985 steeds meer dan 1,8% van het bbp geïnvesteerd heeft in R & D; het vergelijkbare cijfer voor de Europese Unie en Nederland lag

rond de 1,3%<sup>12</sup>. Op het hoogtepunt van de meest recente fusiegolf, eind jaren tachtig, begin jaren negentig, beliepen deze percentages respectievelijk 2,2; 1,2; en 1. Daar waar de R & D-investeringen vlak voor het begin van deze fusiegolf in de VS nog bijna 2,2% van het bbp bedroegen, liep dit percentage begin jaren negentig terug tot circa 1,7. Zonder veranderingen in de investeringsprioriteiten van ondernemingen moet derhalve gevreesd worden dat beleidsinspanningen die gericht zijn op het verhogen van de investeringen in R & D, vergeefse moeite zullen blijven.

## Besluit

Ondanks het feit dat de verwachte economische waarde van fusies en acquisities gering tot negatief is, zouden individuele ondernemingen zich, gegeven de - overigens vooral als gevolg van fusies en acquisities tot stand gekomen - interdependenties in het internationale bedrijfsleven, buitenspel zetten door niet actief te participeren in het fusiespel. Zolang het fusiespel breed gedragen wordt, is het geboden er het beste van te maken. In deze bijdrage heb ik daarom gewezen op de mogelijkheid acquisities niet bij voorbaat te integreren in de nieuwe moeder-organisatie, een optie die aan wenselijkheid zal winnen zodra bestuurders de werkelijke oorzaken van hun gedrag tot zich door laten dringen. Fusies en acquisities zullen daarmee niet minder pregnante verschijnselen worden; maar de kans dat zij na verloop van tijd als een molensteen om de hals van de moeder-organisatie gaan hangen (dat wil zeggen: nadat de fusiegolf voorbij is) wordt er wél kleiner door.

Tevens heb ik gesuggereerd, dat het fusieverschijnsel niet in de eerste plaats een onderwerp van mededingingsbeleid is, doch van industriebeleid. Geplaatst in het perspectief van de internationale concurrentiekracht van onze westerse economieën lijken de bij onze grote ondernemingen bestaande investeringsprioriteiten, om het zacht uit te drukken, niet zonder risico's

- 
- 1 H. Schenk, Fusies: omvang, reikwijdte en trends; een internationale inventarisatie, in: J.C. Bartel, D. de Bruijn, R. van Frederikslust en H. Schenk (red.) *Fusies en acquisities*, Stenfert Kroese, Leiden, 1994.
  - 2 R. Morck, A. Shleifer, en R. Vishny, Alternative mechanisms for corporate control, *American Economic Review*, 1989, winter, blz. 842-852.
  - 3 J.M. Keynes, *The general theory of employment, interest, and money*, Macmillan, Londen, 1936, blz. 158.
  - 4 D.S. Scharfstein en J.C. Stein, Herd behavior and investment, *American Economic Review*, 1990, nr. 3, blz. 465-479.
  - 5 A.V. Banerjee, A simple model of herd behavior, *Quarterly Journal of Economics*, 1992, blz. 797-817.
  - 6 H. Schenk, Fusies als economisch en strategisch verschijnsel; reële of ogenschijnlijke paradoxen?, in: Bartel e.a. (red.), 1994, op.cit., blz. 33-97.
  - 7 L.J. Savage, The theory of statistical decision, *Journal of the American Statistical Association*, 1951, blz. 55-67.
  - 8 Overigens maakte Walt Disney pas de werkelijke reden voor de overname bekend nadat het daartoe geprikkeld was door financiële analisten: daarvoor sprak men voortdurend over synergie. Zie *The Economist*, 2 september 1995.
  - 9 Onmogelijk is dat natuurlijk niet. D.C. Mueller (Lessons from the US's antitrust history, *International Journal of Industrial Organization*, 1996 te verschijnen) suggereert dat het beperkt negatieve beeld dat de resultaatstudies naar voren brengen in feite de uitkomst is van een som waarbij een veel sterkere achteruitgang van de productieve efficiency gecompenseerd, en daarmee gemaskeerd, wordt door opbrengsten die het gevolg zijn van de gecreëerde grotere economische machtspositie.
  - 10 O.E. Williamson, Economies as an antitrust defense revisited, in: A.P. Jacquemin en H.W. de Jong (red.), *Welfare aspects of industrial markets*, Nijenrode studies in economics, vol. 2, Martinus Nijhoff, Leiden, 1977, blz. 237-271.
  - 11 A. Maddison, *The world economy in the 20th century*, OESO, Parijs, 1989.
  - 12 *Kennis in beweging*, Ministerie van Economische Zaken, 1995.