

Demasqué der diversificatie

Auteur(s):

Schenk, H.
Warmenhoven, J.P.
Velzen, M. van
Riel, C. van

De auteurs zijn respectievelijk verbonden aan de KUB en de EUR; KPMG Rotterdam; KPMG Barcelona; en de EUR. Met dank aan financiële ondersteuning van de Europese Commissie (SPES-CT900028) en het ministerie van Economische Zaken (project 54473).

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4122, pagina 736, 1 oktober 1997

Rubriek:

Trefwoord(en):

ondernemingsstrategie

De recente geruchtmakende opsplitsingen van enkele vooraanstaande concerns zijn vooral gepresenteerd als acties die voortkomen uit zorg voor de aandeelhouderswaarde. In deze bijdrage wordt gesteld, dat zij eerder het gevolg zijn van het spaak lopen van al te uitbundige acquisitiestrategieën uit het verleden. De negatieve effecten daarvan konden gedurende lange tijd worden gecompenseerd door een flinke dosis marktmacht. Door toenemende mondiale concurrentie is deze marktmacht afgenomen. Aan de noodzakelijk geworden herstructureringen wordt helaas opnieuw vorm gegeven door middel van fusies en acquisities.

In 1993 bezette het Britse conglomeraat Hanson nog plaats 127 in de Fortune-500. Door verkoop van concernonderdelen en een opsplitsing in vier verschillende ondernemingen (energie, sigaretten, chemie en bouwmaterialen) was de holding drie jaar later afgezak naar plaats 225. Af- en opsplitsingen van conglomeraten lopen inmiddels in de tientallen miljarden gulden per jaar. In Nederland trokken de afsplitsing van de chemiepoot van Unilever, de voorgenomen afsplitsingen van SHV (Makro) en Kon. Bijenkorf Beheer (waaronder een uitgeverij, een reclamebureau en een automatiseringsafdeling), en de opsplitsing van KPN en Vendex de aandacht. Volgens velen staat ook Philips aan de vooravond van belangrijke afsplitsingen.

In deze bijdrage zullen wij het verschijnsel van de af- en opsplitsingen nader in kaart brengen. We beginnen met een terugblik op het ontstaan van (semi-)conglomeraten. Daarna gaan we in op de relatieve prestaties van gediversificeerde bedrijven. Tot slot proberen we zowel de persistentie van de conglomerate onderneming als de recente gebeurtenissen te verklaren en te waarderen.

We spreken van conglomerate of ongerelateerde diversificatie indien er sprake is van productie in een andere dan de primaire sector, gerekend op 2-digit niveau. Van gerelateerde, of semi-conglomerate, diversificatie is sprake indien de diversificatie zich beperkt tot het 3-digit niveau. Diagonale expansie omvat beide. We richten ons op zeer grote ondernemingen, 'mega-concerns', waarvan er wereldwijd minder dan duizend zijn. Getalmatig betreft het een kleine categorie, maar het economische belang ervan is, met een aandeel van minstens 35% in het totale bbp van de betrokken landen, zeer groot.

Diversificatie: op- en neergang

Verenigde Staten

Het conglomeraat is vooral ontstaan in het Amerika van de jaren zestig. Binnen een decennium wisten bedrijven als Gulf and Western, Ling-Temco-Vought, Teneco en Litton zich haast uit het niets op te werken tot leden van de top-100 Fortune-Industrials'. ITT, later wel het modelconglomeraat genoemd, sprong van plaats 35 naar plaats negen. Vrijwel zonder uitzondering werden de sprongen gerealiseerd via grote aantallen acquisities. Ruim een derde van het totale aantal fusies en acquisities tijdens de jaren zestig had een conglomeraat karakter. Waar in 1959 nog 54% van de grootste Amerikaanse ondernemingen op zijn minst 70% van de totale omzet realiseerde via product-marktcombinaties die gebruik maakten van dezelfde product- of productietechnologie, of dezelfde distributiekanaal, was dit percentage tien jaar later gedaald tot zo'n 35%¹. Tussen 1950 en 1975 verdubbelden de grootste 200 industriële ondernemingen de spreiding van hun verkopen over de verschillende bedrijfsklassen².

Gemeten aan de verworven activa lag de piek van het diversificatieverschijnsel in de jaren zeventig. In de industrie en de delfstoffenwinning droeg bijna de helft van de activa die gedurende de jaren 1972-1979 werden geacquireerd een conglomeraat karakter. In de loop van de jaren tachtig stagneerde de diversificatiebeweging echter enigszins. Nog steeds waren vele fusies en acquisities te betitelen als diagonaal, maar tevens werden vele eerdere acquisities afgestoten, zoals moge blijken uit tabel 1. Uit onderzoek van Porter en van Kaplan en Weisbach kan geconcludeerd worden dat een substantieel deel van deze afstotingen eerder aangekochte diversificaties betrof: tussen 44 en 57% van de conglomerate acquisities uit de jaren 1960 en de eerste helft van de jaren zeventig werd binnen het verloop van tien à vijftien jaar weer afgestoten³.

Tabel 1. Afstotingen in de VS, in absolute aantallen en als percentage van het aantal geregistreerde (vnl. grote) fusies

1965-1974		1975-1984		1985-1994	
aantallen	%	aantallen	%	aantallen	%
10.120	24,8	9.217	40,5	14.962	44,5

Bron: berekend uit Mergerstat Review (Grimm en Co., 1965-1984); Mergers en Acquisitions (1984-1994).

Europa

Ook in Europa sloeg de diversificatiegolf aan. Op het hoogtepunt, in 1987, bleken van een steekproef van de grootste 313 industriële ondernemingen er 223 actief in meer dan een NACE 3-digit sector⁴. De typische onderneming was eind jaren tachtig actief in vijf 3-digit en drie 2-digit sectoren en produceerde meer dan 28% respectievelijk 17% van zijn totale Europese output buiten zijn 3- respectievelijk 2-digit hoofdsector. Uit de twee laatste cijfers kan geconcludeerd worden dat 60% van de niet-primaire productie een conglomeraat karakter draagt. De Britse, Duitse en Nederlandse vertegenwoordigers in de steekproef zijn het meest gediversificeerd. De 223 gediversificeerde ondernemingen realiseren circa 40% van hun output buiten hun primaire sector. Ruim 140 kunnen worden geclassificeerd als sterk gediversificeerd. tabel 2 toont de twintig meest gediversificeerde Europese concerns uit 1987.

Tabel 2. De sterkst gediversificeerde industriële ondernemingen binnen de Europese Unie, gerangschikt van sterk naar minder sterk gediversificeerd; data van 1987

Plaats top-313	Onderneming	Land van hoofdvestiging	ND*
101	CIR	Italië	10,5
38	Feldmuhle Nobel	Duitsland	10,3
42	Fried. Krupp	Duitsland	9,9
11	IRI	Italië	8,1
57	Courtaulds	Groot-Brittannië	8,1
79	BTR	Groot-Brittannië	7,8
15	Unilever	Nederland a	7,6
32	MAN	Duitsland	7,5
113	Heraeus	Duitsland	7,4
96	Coats Viyella	Groot-Brittannië	7,3
36	BSN	Frankrijk	7,3
83	Klockner	Duitsland	6,9
84	3M	Verenigde Staten b	6,1
27	Mannesmann	Duitsland	6,0
182	Navigation Mixte	Frankrijk	6,0
58	EFIM	Italië	5,9
62	Hoesch	Duitsland	5,8
4	Siemens	Duitsland	5,7
9	Bayer	Duitsland	5,5
35	Akzo	Nederland	5,3

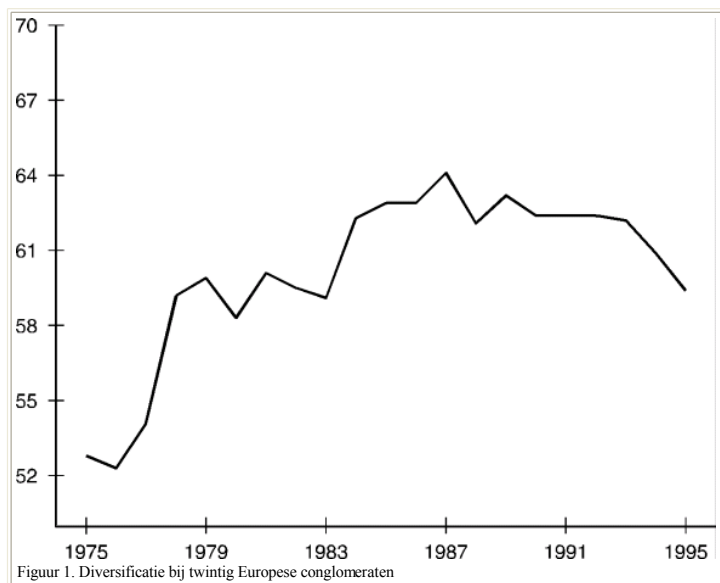
*: De diversificatiegraad is gemeten als de naar getallen geconverteerde Berry-index $D_i = (1-D_i)^{-1}$, waarin $D_i = 1 - \sum (\chi_{ij})^2 / (\chi_i)^2$; χ_{ij} is het aandeel van sector j in de productie van onderneming i (steeds binnen de EU). Aangezien deze index (veel) meer gewicht toekent aan grote aandelen dan aan kleine, kan ND niet gezien worden als een maat voor de absolute breedte van de spreiding van de activiteiten van onderneming i . De typische onderneming is veel breder gediversificeerd dan ND aangeeft. Zie C. Berry, *Corporate growth and diversification*, Princeton, Princeton University Press, 1975.
a. Om onderzoekstechnische redenen is Unilever toegerekend aan Nederland (en

Shell, uiteraard exclusief niet-productieactiviteiten, eveneens).
 b. Dochterondernemingen van niet-EU bedrijven zijn meegerekend als betrof het EU-ondernemingen; hun aandeel in de Europese productie van de top-313 ondernemingen beliep 14%. In de steekproef vielen 25 vestigingen van Amerikaanse bedrijven.

Het valt op dat ongeveer de helft van deze twintig de afgelopen jaren is overgegaan tot substantiële af- en opsplitsingen, maar de andere helft (nog?) niet.

Om dit in beeld te brengen is, vooruitlopend op een actualisering van het zeer arbeidsintensieve onderzoek dat ten grond lag aan [tabel 2](#), het verloop van de diversificatiegraad onderzocht van twintig conglomeraten over de periode 1975-1995. Deze als *Groep C* aan te duiden verzameling ondernemingen betreft onder meer Daimler-Benz en VEBA uit Duitsland; Compagnie Générale des Eaux, Groupe de Suez, en Chargeurs uit Frankrijk; BTR, Courtauld's, Grand Metropolitan, Hanson en Hillsdown uit Groot-Brittannië; en SHV uit Nederland.

De diversificatiegraad ⁵ ligt tussen 0 (voor een volledig gespecialiseerde onderneming) en 100 (voor een sterk gediversificeerde onderneming). Uit [figuur 1](#) blijkt, dat de betrokken concerns vanaf eind jaren tachtig in diversificatiegraad achteruit gaan. Het is daarmee waarschijnlijk dat ook in Europa, zij het met vertraging, een eind is gekomen aan de groei van de ondernemingsdiversificatie.



Japan

Aangezien er in Japan aanzienlijk minder gefuseerd en geacquireerd wordt dan in het Westen, valt te verwachten dat de diversificatiegraad onder Japanse ondernemingen geringer is dan in de VS en de EU. Dat blijkt inderdaad het geval te zijn. Zo bepaalde Odagiri dat gerelateerde diversificatie twintig procent en ongerelateerde diversificatie 35% minder frequent voorkomt dan in de VS ⁶. Zijn verklaring is dat Japanse ondernemingen meer bestuurd worden als een bundel van menselijk kapitaal dan als een 'commodity'. Aangezien niet te verwachten is, dat het opgebouwde menselijk kapitaal zonder meer in andere sectoren kan worden benut, richt men zich vooral op uitbouw van het bestaande, dat wil zeggen op interne horizontale expansie. Wel is er een toename van de diversificatie te bespeuren, hetgeen samenhangt met de toename van de directe investeringen van Japanse ondernemingen in het buitenland. Ofschoon deze investeringen in overwegende mate (nl. voor ca. 70%) via 'greenfield' investeringen lopen, heeft de sterke groei ervan sedert het einde van de jaren tachtig het aantal fusies en acquisities de hoogte in gestuwd ⁷.

Resultaten van diversificatie

Volgens de literatuur leidt ongerelateerde diversificatie tot slechtere prestaties dan gerelateerde diversificatie ⁸. Maar daar past een belangrijke kanttekening bij. De literatuur gaat nagenoeg geheel voorbij aan analyses van de wijze waarop aan de diversificatie is vorm gegeven, dat wil zeggen aan een vergelijking van interne versus externe diagonale expansie. Dat is te betreuren. Bekend is immers, dat fusie-actieve ondernemingen doorgaans slechter scoren dan vergelijkbare doch niet- of minder fusie-actieve ondernemingen, en dat fusies en acquisities doorgaans niet leiden tot een significante verbetering van de resultaten van de acquirerende onderneming, eerder tot het tegendeel ⁹. Nemen we deze bevindingen in aanmerking, dan is het in principe mogelijk dat tegenvallende resultaten van diversificaties vooral optreden indien zij via fusies en acquisities tot stand komen, hetgeen bijna steeds het geval is ¹⁰. De conclusie dringt zich op dat er met gerelateerde en ongerelateerde diversificatie op zich weinig mis is, maar dat de negatieve resultaten vooral een gevolg zijn van het feit dat diversificatie geforceerd tot stand is gebracht middels fusie en acquisitie.

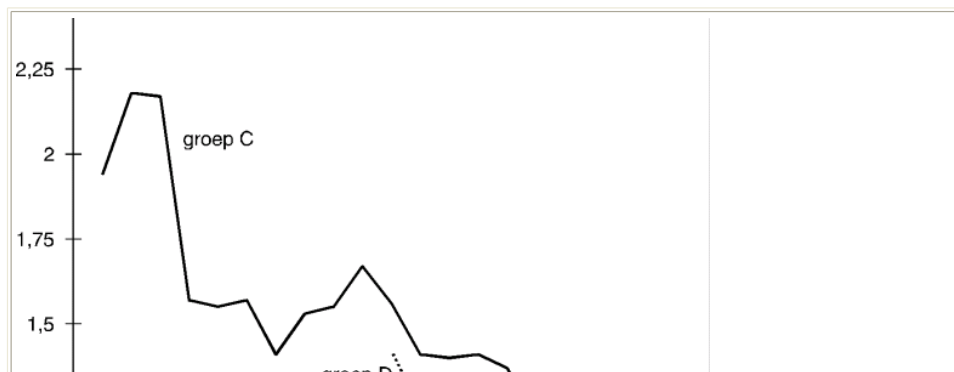
Dit spoort goed met de bevindingen die in [tabel 3](#) worden gerapporteerd. De honderd grootste Europese ondernemingen, waarvan Groep C bijna volledig deel uit maakt, blijken gedurende de jaren tachtig, net als de honderd grootste Amerikaanse ondernemingen, substantiële marktaandelen te hebben moeten inleveren bij hun aanzienlijk minder fusie-actieve en (bijgevolg ook) minder gediversificeerde Japanse rivalen. De Japanse ondernemingen hebben significant meer van hun bruto inkomsten geïnvesteerd in product- en procesinnovatie dan hun Europese en Amerikaanse rivalen, wat suggereert dat de Westerse preoccupatie met fusies en acquisities deze laatste ondernemingen parten heeft gespeeld in de internationale concurrentiestrijd.

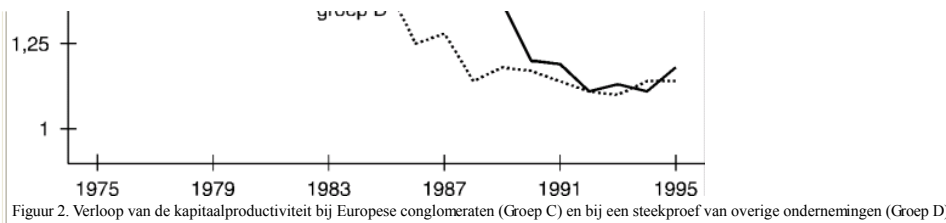
Tabel 3. Ontwikkeling van marktaandelen van de 100 grootste industriële ondernemingen in de EU, Japan, en de VS, als percentage van hun gecombineerde omzet*

jaar	EU	Japan	VS	Top 300 gecombin.
1978	37	13	50	100
1981	39	17	44	100
1984	37	19	44	100
1987	35	18	47	100
1990	34	22	44	100

* Lopende verkopen, gerekend in PPPs, uitgedrukt in dollars.
 Bron: berekend uit *Fortune International*, verschillende jaargangen.

Frappant is in ieder geval het volgende. Wij vergeleken de ondernemingen uit Groep C met een steekproef van twintig relatief sterk gespecialiseerde ondernemingen uit de top-100 (verder aan te duiden als *Groep D*) op een achttal prestatie-indicatoren. De kapitaalproductiviteit (totale omzet gedeeld door totale activa) van de ondernemingen uit zowel Groep C als Groep D bleek gedurende bijna tien jaar continu gedaald te zijn (zie [figuur 2](#)). Voor de ondernemingen uit groep D hebben wij nog niet verder terug in de geschiedenis kunnen kijken, maar voor de ondernemingen uit Groep C geldt dat deze efficiëntieaantaf al vanaf 1976 een dalende tendens te zien geeft. De conglomeraten weten de neergaande lijn pas weer om te zetten in een stijgende vanaf 1994, wellicht als gevolg van de inmiddels in gang gezette af- en opsplitsingen.





Figuur 2. Verloop van de kapitaalproductiviteit bij Europese conglomeraten (Groep C) en bij een steekproef van overige ondernemingen (Groep D)

De gevonden verbanden duiden er op dat de grote Westerse ondernemingen zich enkele decennia lang niet voor de volle honderd procent geëngelijkt hebben aan het maximaliseren van de productieve en dynamische efficiëntie. In een wereld waarin de concurrentie almaar heviger is geworden en waarin juist deze vormen van efficiëntie voorop staan (Japan), heeft dat uiteindelijk geleid tot een verlies aan marktpositie. De winstmarges lijken er echter niet onder geleden te hebben. Intendeel, voor de ondernemingen in Groep C geldt dat zowel de winstmarge als het rendement op het geïnvesteerd vermogen gedurende de tweede helft van de jaren tachtig flink stegen, en het rendement op het eigen vermogen eveneens doch wat minder. Verder blijkt dat de winstgevendheid van de Westerse megaconcerns gedurende de jaren tachtig stelselmatig boven die van hun Japanse rivalen lag.

Op het eerste gezicht lijkt dit paradoxaal, maar waarschijnlijk is hieraan debet dat de Westerse ondernemingen hebben bezuinigd op hun investeringen in duurzame productiemiddelen (en R&D), wellicht in een poging om een goede 'performance' te tonen aan de financiële markten. Dergelijke bezuinigingen hebben immers als korte-termijneffect dat deze prestatie-indicatoren worden opgeschroefd (zij verlagen de post afschrijvingen waardoor de winst 'stijgt'). Op de lange termijn hebben zij echter een averechts effect op de internationale concurrentiepositie van de betrokken ondernemingen (op voorwaarde dat andere ondernemingen zich wel richten op versterking van de productieve en dynamische efficiëntie).

Verklaring

"Conglomerate mergers were a mistake from the start and corporate America took a 30-year detour away from efficiency", zo concluderen Shleifer en Vishny¹¹. Het zelfde geldt voor Europa's grootste ondernemingen. Wat kan deze foute strategische keuze, en de persistentie ervan, verklaren? Een eerste verklaring impliceert dat de betrokken ondernemingen over voldoende marktmacht beschikten om zich te wagen aan riskante acquisitiestrategieën zonder bevreesd te zijn voor aantasting van hun positie op de oorspronkelijke thuismarkt. Vanuit een onvoldoende betwiste positie op de thuismarkt gingen ondernemingen diep in andere markten teneinde daar via kruissubsidies eveneens een positie te verwerven. Aangezien de diversificatie door vele ondernemingen (min of meer) tegelijkertijd werd begonnen en over een brede linie werd voortgezet, creëerden zij bovendien gezamenlijk een situatie die gekenmerkt wordt door 'multipoint' of 'multimarket' concurrentie¹². Zo ontmoeten British Aerospace en Daimler-Benz elkaar niet alleen in de markt voor kleinere straalvliegtuigen, maar ook in de markt voor hogere middenklasse auto's. Andere ondernemingen ontmoeten elkaar in de ene markt als rivalen en in een andere als afnemer of leverancier.

Deze interdependentie kan licht tot gevolg hebben dat de concurrentie uitmond in stilzwijgende collusie. Slechts door een crisis zullen de spelers dan beluizen om radicale veranderingen door te voeren. In deze verklaring heeft het toenemend succes van Japanse ondernemingen op de wereldmarkten de Westerse diversificeerders uiteindelijk op de knieën gebracht. Doordat de gediversificeerde ondernemingen in steeds meer productmarkten moesten concurreren met gespecialiseerde ondernemingen konden de kosten van diversificatie niet langer worden afgewenteld op de vraagzijde.

Een tweede verklaring impliceert dat ondernemingsbesturen onvoldoende op hun vingers werden c.q. konden worden gekeken door hun principalen, de eigenaren. In plaats van te streven naar maximalisatie van de productieve en dynamische efficiëntie, streefden zij naar maximalisatie van de omvang en groei van de onderneming¹³. De voordelen daarvan voor het management zijn uitvoerig gedocumenteerd en strekken zich uit tot inkomen, status, emolumenten en baanzekerheid. Aandeelhouders werden gewonnen voor de groei strategieën door deze te presenteren in aantrekkelijke verpakkingen. Het toverwoord was 'synergie'. Diversificatie zou het mogelijk maken om de vruchten te plukken van het steeds verder naar elkaar toegroeien van wat ook al in de jaren zestig te boek stond als de 'high-tech' sectoren van de toekomst: computers, elektronica, lucht- en ruimtevaart en telecommunicatie. Het combineren van verschillende technologieën, het bij elkaar brengen van nieuwe generaties hoog opgeleide 'management engineers' in centrale hoofdkantoren, en het toepassen van systeembenaderingen, geholpen door geautomatiseerde management-informatiesystemen en multidivisionele ('M'-vorm) organisatiestructuren, beloofden volgens de top-bestaanders van deze ondernemingen een gouden toekomst.

De conglomeraten waren aldus in staat zichzelf naar voren te schuiven als een goed alternatief voor risicospreiding. Aandeelhouders behoeften daar niet langer zelf voor te zorgen via de samenstelling van hun portefeuille. Door met behulp van veel vreemd vermogen ondernemingen met een lagere koers-winstverhouding te acquireren, en door deze vervolgens op de balans te waarderen tegen boek- in plaats van marktwaarde onder gelijktijdige verlenging van de afschrijvingstermijnen, konden hoge schijnwinsten gerealiseerd worden, waardoor bestending van dit gedrag in de ogen van de principalen lonend leek. Het is aannemelijk dat de positieve reacties op de beurzen andere ondernemingen vervolgens hebben aangezet tot het imiteren van de voorgangers, waardoor het fenomeen van de externe diversificatie een veel bredere R&Daarmee moeilijker te corrigeren karakter kreeg¹⁴.

Of geloofden de betrokken bestuurders werkelijk dat zij bezig waren met het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde? Dat kan voor de periode die volgde op de eerste initiatieven natuurlijk niet geheel worden uitgesloten. De managementtheorie kwam immers al snel op de proppen met rationalisaties voor het geobserveerde gedrag¹⁵, op de voet gevolgd door Williams' variant van de transactie- kostentheorie¹⁶, en het is niet ondenkbaar dat sommige ondernemingen zich door deze theorieën hebben laten misleiden. Maar met Shleifer en Vishny menen wij dat het moeilijk voorstelbaar is dat dit de indrukwekkende omvang en persistentie van het verschijnsel zou kunnen verklaren.

Conclusies

De recente af- en opsplitsingen zijn moeilijk te herleiden tot een vanzelfsprekend streven naar verhoging van de productieve en dynamische efficiëntie. Indien dat streven een doorslaggevend determinant was geweest, dan zouden de af- en opsplitsingen reeds vijftien tot twintig jaar eerder hebben moeten zijn opgetreden, dat wil zeggen vanaf het moment dat wetenschappelijk onderzoek duidelijk had gemaakt dat verhoging van de efficiëntie er op deze manier niet in zat¹⁷.

Naar alle waarschijnlijkheid zijn de af- en op- splitsingen een antwoord op het stelselmatige verlies van wereldmarktaandeel gedurende de jaren tachtig dat op zijn beurt juist een gevolg was van de al te uitbundige omhelzing van diagonale fusies en acquisities. Het is goed voorstelbaar dat onze ondernemingen niet zouden zijn teruggekeerd van hun dwaalwegen indien de nieuwe concurrentie uit Japan was uitgebleven, zeker gelet op de zowel in de VS als de EU opgetreden en - ondanks alle schijn van het tegendeel - nog steeds voortgaande verslapping van het mededingingsbeleid¹⁸. De beurs heeft zich daarbij steeds aangepast aan de prioriteiten in het bedrijfsleven (en niet andersom): werd de diversificatie- annex conglomeratiebeweging eind jaren zestig, begin jaren zeventig beloofd met hoge koersen, nu is met een volstrekt tegengestelde ontwikkeling het zelfde aan de hand. Op de marktefficiëntie van de beurs blijkt derhalve nog wel wat af te dingen.

Een en ander neemt niet weg, dat de af- en opsplitsingen wel gezien moeten worden als een wenselijk verschijnsel. Toch kleven er enkele bedenkingen aan. Het is immers opvallend, dat de betrokken concerns de middels verkoop verworven middelen vaak inzetten voor het versterken van hun machtsposities op deelmarkten via nieuwe, dit keer meer horizontale acquisities (Unilever; ICI; AT&T). Maar ook hiermee wordt de vooruitgang van de productieve en dynamische efficiëntie in de waagschaal gesteld. Vanuit maatschappelijk oogpunt zou het daarom te prefereren zijn indien de af- en opsplitsingen zouden leiden tot verzelfstandigingen, hetzij via management buy-outs, hetzij via rechtstreekse beursnotering. De hiermee direct dan wel indirect aan de oorspronkelijke moederonderneming toevallende middelen zouden vervolgens beter ingezet kunnen worden voor product- en procesverbetering (en dus R&D) en prijsverlaging of zelfs maar additionele winstuitkeringen. In een 'booming' markt voor bestuurstitels ('market for corporate control') zouden de betrokken ondernemingen hun zelfstandigheid daarmee echter wel op het spel zetten. Omdat de markt enigszins gekenmerkt wordt door het gevangenen-dilemma is het gedrag van de hier besproken concerns dan ook alleszins begrijpelijk, maar dat laat onverlet dat er bij de economische rationaliteit er van de nodige vraagtekens kunnen worden gezet

1 R. Rumelt, *Strategy, structure and economic performance*, Harvard Business School, Boston, 1974.

2 D.J. Ravenscraft en F.M. Scherer, *Mergers, sell-offs, and economic efficiency*, The Brookings Institution, Washington, 1987.

3 M.E. Porter, From competitive advantage to corporate strategy, *Harvard Business Review*, mei-juni 1987, blz. 43-59; S.N. Kaplan en M.S. Weisbach, The success of acquisitions: evidence from divestitures, *Journal of Finance*, 1990, blz. 107-138.

4 NACE is het algemene industriële classificatiesysteem van de EU.

5 $D_i = (1 - \sum_j sij^2) \times 100$; waarin sij staat voor het (procentuele) aandeel van sector j in de totale verkopen van onderneming i . Zie Rumelt, op. cit.

6 H. Odagiri, *Growth through competition, competition through growth*, Oxford University Press/Clarendon, Oxford, 1992.

7 Voor Westerse bedrijven geldt precies het omgekeerde: ca. 65% van de directe buitenlandse investeringen vindt plaats via fusies en acquisities; zie H. Schenk, Fusies: omvang, reikwijdte en trends, in: J.C. Bartel (red.), *Fusies en acquisities*, Stenfort Kroese, Leiden, 1994, blz. 5-31.

8 Zie bijv. J.B. Barney, *Gaining and sustaining competitive advantage*, Addison-Wesley, Reading, 1997.

9 H. Schenk, Fusies als economisch en strategisch verschijnsel; reële of ogenschijnlijk paradoxen?, in: J.C. Bartel, e.a., op.cit., blz. 33-97.

10 Zie bijvoorbeeld de recente bevindingen van P.G. Simmonds, The combined diversification breadth and mode dimensions and the performance of large diversified firms, *Strategic Management Journal*, 1990, blz. 399-410; en M.L. Sirower, *The synergy trap*, Free Press, New York, 1997.

11 A. Shleifer en R.W. Vishny, Takeovers in the '60s and the '80s: evidence and implications, *Strategic Management Journal*, Winter special issue, 1991, blz. 51-59.

12 Zie o.a. M. van Wegberg, *Multi-market competition theory*, Universitaire Pers Maastricht/Datawys, Maastricht, 1994.

13 D.C. Mueller, A theory of conglomerate mergers, *Quarterly Journal of Economics*, 1969, blz. 643-659.

14 H. Schenk, Bandwagon mergers, international competitiveness, and government policy, *Empirica*, 1996, blz. 255-278.

15 Bijv. H.I. Ansoff, *Corporate Strategy*, Penguin, Harmondsworth, 1968.

16 O.E. Williamson, *Markets and hierarchies*, Free Press, New York, 1975.

17 Zie J.M. Blair, *Economic concentration*, Harcourt Brace Jovanovich, New York, 1972.

18 H. Schenk, Fusies, efficiëntie en mededingingsbeleid, in: B. Dankbaar en F. Becker (red.), *Economisch beleid in een ondernemende samenleving*, Bohn Stafleu Van Loghum, 1997, Houten, blz. 111-149.