

Rotterdam School of management
Erasmus University

Efficiëntie van de financiële markt bij succesvolle fusies

Rotterdam School of management
Erasmus University

Efficiëntie van de financiële markt bij succesvolle fusies

Student: Rutger Voorvelt
Studentnr. 338923

Datum: 15-6-2012
plaats: Leiderdorp

Financieelmanagement
Corporate Finance

Coach: Dr. P. Neuteboom
Meelezer: Proff. Dr. H.P. Borgman

Het auteursrecht van de afstudeerscriptie berust bij Rutger Voorvelt. Het gepresenteerde werk is origineel en er zijn geen andere bronnen gebruikt dan degenen waarnaar verwezen wordt in de tekst en die genoemd worden in de referentielijst.

De auteur is verantwoordelijk voor de inhoud van dit document. De Rotterdam School of management is alleen verantwoordelijk voor de onderwijskundige begeleiding en aanvaardt in geen enkel opzicht verantwoordelijkheid voor de inhoud

MANAGEMENTSAMENVATING	9
1. INTRODUCTIE VAN HET ONDERZOEK	10
1.1 CONTEXT.....	10
1.2 PROBLEEMDEFINITIE	11
1.3 ONDERZOEKAANPAK & -MODEL	12
1.4 THEORETISCHE RELEVANTIE	14
1.5 PRAKTISCHE RELEVANTIE	14
2. THEORETISCH KADER.....	16
2.1 MARKEFFICIËNTIE	16
2.1.1 Marktefficiëntie algemeen	16
2.1.2 Rationele verwachtingstheorie	17
2.1.3 Theorie marktefficiëntie	18
2.2 TESTEN VAN MARKT EFFICIËNTIE	20
2.2.1 Semi-sterke-vorm testen	20
2.3 DE DETERMINANTEN VAN FUSIE SUCCES	22
2.3.1 Termijn van verwacht resultaat.....	23
2.3.2 Strategische visie.....	25
2.3.3 Fit.....	36
2.3.4 Langetermijndoelstelling.....	50
2.3.5 Winstgevendheid (value creation).....	51
2.3.6 Synergie effecten	54
2.3.7 Positie werknemers	58
2.3.8 Consument.....	60
2.3.9 Overzicht fusie succes	62
3. HYPOTHESE/METHODOLOGIE/DATA	64
3.1 HYPOTHESE.....	64
3.2 CONCEPTUEEL MODEL.....	65
3.2 EVENT STUDIE METHODOLOGIE	68
3.2.1 Event studie benadering.....	68
3.2.2 Sample selectie en data beschrijving.....	68
3.2.3 SAR-Market model	70
3.3 CASE STUDIE MODEL	73
3.3.1 Sample selectie en data	74
3.3.2 Metingen van succes.....	78
4. ANALYSE VAN DE RESULTATEN	80
4.1 EVENT STUDIE (KORTE TERMIJN).....	80
4.1.1 Beschrijvende statistiek en significantie.....	80
4.2 CASE STUDIE (LANGE TERMIJN).....	82
4.2.1 Overzicht resultaten 1 ^e en 3 ^e jaar.....	82
4.2.2 Case Patchmark Stores inc. & Great Atlantic & Pacific Tea (B)	84
5. CONCLUSIES.....	90
5.1 SAMENVATTEND.....	90
5.2 REFLECTIE	92
LITERATUUR.....	94

BIJLAGE(N)	105
A1. ANNOUNCEMENTS JAAR (2007)	106
B2. AR VERDELING IN SAMPLE OP DAY [0]	109
C1. SAMPLE INDELING SECTOREN [NAICS]	110
D1. STRATEGISCHE VISIE 1 ^E JAAR	111
D2. STRATEGIC FIT 1 ^E JAAR	112
D3. CULTURAL FIT 1 ^E JAAR	113
D4. ORGANISATIONAL FIT 1 ^E JAAR	114
D5. GEOGRAPHIC FIT 1 ^E JAAR	115
D6. LANGE TERMJUNDOELSTELLING 1 ^E JAAR	116
D7. WINSTGEVENDHEID 1 ^E JAAR	117
D8. SYNERGIE 1 ^E JAAR	118
D9. WERKNEMERS 1 ^E JAAR	119
D10. CONSUMENT 1 ^E JAAR	120
D11. RESULTATEN 1 ^E JAAR EN 3 ^E JAAR (B)	121
E1. MARKTEFFICIËNTIE	122

Managementsamenvating

Is de prijs van het aandeel een goede voorspeller? Kortom kan de financiële markt gebeurtenissen juist voorspellen en vertalen in het aandeel. Leiden succesvolle fusies dan bij de eerste aankondiging tot een positieve waardering in het aandeel?

Volgens de efficiënte-markthypothese van Fama (1970) zit in de prijs van het aandeel alle mogelijke publieke informatie en toekomstverwachtingen. Hierbij is de veronderstelling dat markten informatie volkomen efficiënt verwerken en dat markten perfect werken. De financiële markt zou in staat moeten zijn om een succesvolle fusie op voorhand op een juiste manier in het aandeel te vertalen.

Deze studie is theorie toetsend en geeft een verdere aanvulling op de theorie van fusie succes.

Met een event studie is eerst gekeken of er aan de hand van een samengesteld sample van 176 fusieaankondiging hier een uitspraak over te doen is, naar blijkt levert dit geen significante waarden op. Dit is in lijn met de bestaande theorie, want volgens de marktefficiëntie in de semi sterke vorm kan er geen abnormale return behaald worden omdat de financiële markt middels arbitrage een evenwicht instelt.

Middels een case study, met hierin een kwalitatieve inschaling van de fusie, is nogmaals geprobeerd hier een uitspraak over te doen. Door de markt weergave bij een fusie aankondiging [CAR] in het individuele geval in twee scenario's af te zetten tegen de succes dimensies in het 1e jaar en het 3e jaar, waardoor er mogelijk nogmaals een verband gelegd kan worden tussen wat de markt doet in het eerste jaar van aankondiging en hoe dit zich verhoudt tot de kwalitatieve inschaling.

1. Introductie van het onderzoek

1.1 Context

Voor veel ondernemingen is fuseren een populaire manier om in nieuwe markten binnen te dringen, om uit te breiden of om in bestaande markten te domineren (Papadakis, 2005). Het helpt ondernemingen het gat te overbruggen tussen de eigen bestaande resources en de benodigde toekomstige resources (Hoffman & Schaper-Rinkel 2001).

Het bundelen van resources van twee ondernemingen zorgt voor synergie in activiteiten en kan de business van de onderneming versterken. Verschillende onderzoeken hebben zich toegespitst op de condities waaronder fusies in staat zijn deze versterking te realiseren. Uit steeds meer van deze onderzoeken blijkt dat circa tweederde van de ondernomen fusieactiviteiten niet resulteren in het bereiken van kostenbesparing, groei in inkomsten of andere synergievoordelen die bijdragen aan de toename van aandeelhouderswaarde (Adolph et al., 2001; Cools et al., 2007; Henry, 2002; Pricewaterhousecoopers, 2000). Er wordt gesproken van te hoge en niet nagekomen beloftes als het gaat over aandeelhouderswaarde en heeft tevens forse dalingen in medewerkers- en klanttevredenheid aangetoond als oorzaak van een significante daling in winstgevendheid (Barkema & Schijven, 2008; Cording, Christmann & King, 2008; Epstein 2004). Een fusie lijkt dus niet per definitie de sleutel tot succes.

Echter, er is ontdekt dat het beeld van grote aantallen mislukte fusies en overnames een oorzaak heeft. Onderzoek laat zien dat de lage graad van succesvolle fusie binnen onderzoek onder andere veroorzaakt wordt doordat studies uit het verleden onnauwkeurig zijn uitgevoerd door de keuze in data, gekozen tijdsperiode en verkeerde vertaling van resultaten (Brouthers, Hastenberg, Van de Ven, 1998). Van hieruit valt te veronderstellen dat er fusies zijn, die in afwijking van wat er in de literatuur is onderzocht, toch succesvol zijn.

In economische termen wordt gesproken over een succesvolle investering zolang het geen waarde vernietigd. Echter, om het criterium voor succes te kunnen definiëren dient er naar de langere termijn gekeken te worden en is het perspectief vanuit waar je een succesvolle fusie bekijkt van belang. Vanuit het oogpunt van de aandeelhouders of de bestuurders kan een fusie als succes betiteld worden, maar door de werknemers of consumenten als een mislukking worden ervaren. Daarbij is het ook nog eens lastig om de vinger te leggen op de veroorzaker van het succes of mislukken van de fusie of overname omdat de activiteiten binnen fusies en overnames een breder doel bedienen.

Binnen dit onderzoek is het niet de bedoeling om de huidige onderzoeken aan de kaak te stellen.

1.2 Probleemdefinitie

Wat voorgaand weergeeft is een beoordeling van succes wanneer de fusie heeft plaatsgevonden en de twee ondernemingen één zijn geworden. Dan komt naar voren of de medewerkers tevreden zijn over de nieuw ontstane organisatie, en of aandeelhouders de waarde van hun aandelen hebben zien toenemen of juist afnemen. Dit onderzoek wil juist uitdiepen of er reeds bij de aankondiging van de fusie door de CEO in te schatten is of de aangekondigde fusie een succes zal worden of niet. Met de aankondiging verschaft de CEO namelijk informatie aan de markt welke verscholen ligt in de uitspraken die hij doet over de resultaten die hij verwacht te gaan realiseren in de toekomst met deze fusie. Dergelijke aankondigingen hebben impact op de waarde van het aandeel van de over te nemen onderneming, als een geïnduceerde reactie, veroorzaakt door investeerders die de verwachtingen van de winstgevendheid van de onderneming herzien (Panayides en Gong, 2002). Vooral gezien de scepsis rondom fusies en overnames is een dergelijke inschatting door de markt ten aanzien van aandeelwaarde bij een fusieaankondiging een belangrijke indicator voor het eventuele succes.

De informatie die de markt ontvangt wanneer een fusieaankondiging wordt gedaan, bezit waardevolle informatie over de toekomstige waarde van de onderneming. Vanuit hier kan verwezen worden naar de efficiënte markt hypothese (EMH) welke als volgt luidt; “prijzen reflecteren alle publiek beschikbare informatie op een onderliggende waarde” (Fama, 1970). Deze beschikbaarheid van informatie gezien vanuit de efficiënte markthypothese leidt tot de vraag of de kapitaalmarkt in staat is om op basis van een fusieaankondiging op de korte termijn een juiste toekomstverwachting van een succesvolle fusie weer te geven. Uit de literatuur is gebleken dat dit in hogere maten niet het geval is. Echter bij uitzondering kan op individueel niveau positieve rendement behaald worden, waarbij de vraag gesteld dient te worden of de markt in staat is om de informatie van deze fusies op een juiste wijze te vertalen in het aandeel.

Vanuit de efficiënte markthypothese is de veronderstelling dat bij een efficiënte markt de aandelenprijzen altijd alle beschikbare informatie reflecteren met als uitgangspunt dat marktspelers zich volkomen rationeel gedragen en markten perfect werken (Fama, 1970). Van dat uitgangspunt is te stellen dat een fusie op het moment van aankondigen vrijwel direct op de juiste wijze wordt vertaald in de prijs van het aandeel. In de eerste instantie reageert de markt sterk op informatie die betrekking heeft op synergie, winstgevendheid, consument en werkgelegenheid, omdat aandeelhouders doorgaans geïnteresseerd zijn in cashflows. De eerste inschaling door de markt is dan ook een korte termijnperceptie, waarbij naar gelang de potentie van de fusie de markt de waarde positief of negatief inschat. Een lange termijnperceptie reikt over periode van drie jaar omdat dan de effecten van een fusie pas zichtbaar zijn en men kan concluderen of de onderneming aan de allereerste marktverwachting heeft kunnen voldoen en of de fusie een succes of geen succes is geweest. De vraag

die hierbij ontstaat, is of de onderneming de eerste marktverwachting dan ook werkelijk kan waarmaken. Met andere woorden, staan de langetermijneffecten in verhouding tot de sprong die het aandeel bij aankondiging in het begin heeft gemaakt.

Dit leidt tot de volgende onderzoeksvraag:

1. Is de markt in staat om een succesvolle fusie in een vroeg stadium te voorzien?

Met als deelvragen:

2. Hoe meet je reacties van investeerders?
3. Wanneer is er sprake van een succesvolle fusie?

Om tot beantwoording van de hoofdvraag te komen zijn de volgende twee hypotheses opgesteld:

1. Fusies en overnames worden door investeerders positief gewaardeerd, het geen tot uitdrukking komt in een stijging van de aandelenprijs
2. De marktreactie op een aankondiging van een fusie of overname is een adequate inschatting van de toekomstige waardeverandering van de nieuwe combinatie.

1.3 Onderzoeksaanpak & -model

Voor onderhavig onderzoek is gekozen de event study methodologie te gebruiken in combinatie met een case study.

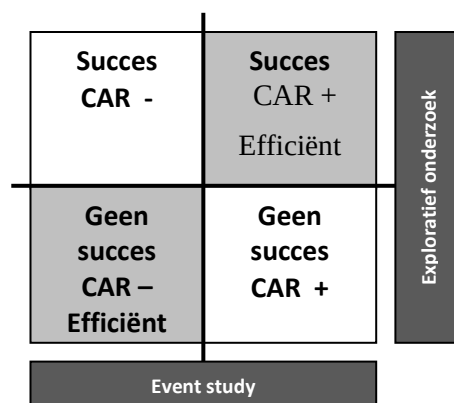
Een event study is binnen de financiële economie een veel gebruikte methodologie om de prestaties van ondernemingen op de korte termijn te meten door de verandering in waarde van de onderneming te onderzoeken. Wanneer de marktwaarde van het aandeel daalt bij een fusie wordt dit als bewijs aangenomen dat de efficiency van de onderneming is gedaald en bij een positief resultaat dat er rendement is behaald uit synergie. Binnen dit onderzoek wordt getracht op basis van een dataset van zo'n 176 aankondigingen empirisch te testen of de markt in staat is geweest fusieaankondigingen aan de hand van de beschikbare marktinformatie te vertalen in additionele positieve effecten in het aandeel (equity).

Centraal binnen deze event study methodologie staat het meten van 'abnormal stock return', het bepalen van de 'normal performance' van het aandeel en het beantwoorden van de vraag, aan de hand van statistische tests, wanneer een 'abnormal' return significant afwijkt van een nulwaarde – positief of negatief. De verwachting volgens de literatuur is dat er in de gemiddelde cumulatieve abnormal

return (hierna ook wel genoemd “CAR”) geen significante afwijking optreed maar dat er op individueel niveau uitschieters zullen zijn. Daarom, maar ook omdat een event study spreekt vanuit data, is gekozen om het te combineren met een kwalitatieve case study. Met behulp van beschrijvende statistiek uit de sample worden twintig fusies geselecteerd waarvan de tien meest positieve CAR weergeven en tien fusies die de meest negatieve CAR weergeven. Er zal worden onderzocht of deze twintigtal fusies op de korte en lange termijn de verwachtingen van de markt volgen. Met de combinatie van de datagedreven event study in en de kwalitatieve case study is het mogelijk om te veronderstellen of de markt bij aankondiging een juiste inschatting heeft gemaakt over het resultaat van de fusie.

Deze kwantitatieve en kwalitatieve onderzoeksmethodes zijn in onderstaand onderzoeksmodel grafisch gecombineerd weergegeven. De horizontale as in het model is een weergave van de korte termijn inschaling van de markt bij een fusie aankondiging [CAR], volgend uit de event study.

Echter, zoals eerder beschreven zal volgens de bestaande theorie een evenwicht worden ingesteld in de ‘abnormal returns’ waardoor er geen significante waarden uit de sample zullen komen. Daarom zal op de verticale as de marktefficiëntie worden getoetst door de kwalitatieve aspecten van twintig fusie te meten op basis van kwalitatieve succes dimensies die gescoord worden op basis van informatie beschikbaar in jaar 1 en vervolgens ook op basis van informatie beschikbaar in jaar 3. Door dit laatste zal mogelijk een verband gelegd kunnen worden tussen wat de markt doet in het eerste jaar van aankondiging en in het derde jaar. Wanneer de CAR en kwalitatieve succes dimensies uit jaar 1 overeenkomt met die uit jaar 3, omdat dan de fusie werkelijk op z'n plek is gevallen, is te concluderen of de markt het rechte eind had en er sprake is van marktefficiëntie.



Figuur 1

1.4 Theoretische relevantie

Binnen dit onderzoek wordt getest of succesvolle fusies bij de eerste aankondiging inderdaad door de markt in een voeg stadium wordt doorzien. Wat hierachter schuilt is of de markt inderdaad op basis van de op dat moment beschikbare informatie efficiënt handelt.

Binnen de economische literatuur neemt de efficiëntemarkthypothese (EMH) een vooraanstaande plaats in. In de laatste vijftig jaar is dit een van de meest toegepaste en onderzochte theorieën in de financiële economie geweest. De EMH is een theorie over de wijze waarop informatie tot uitdrukking komt in de prijzen van activa op financiële markten. Het uitgangspunt van deze neoklassieke theorie is dat marktparticipanten zich volkomen rationeel gedragen en dat markten perfect functioneren.

Met deze theorie is een abstracte redenering opgezet over hoe de empirische werkelijkheid in elkaar zou kunnen zitten. Het gevolg hiervan is dat er soms verschijnselen waar te nemen zijn die strijdig zijn met de gangbare theorie. Zo blijken er in de praktijk diverse rendementsverhoudingen op de beurs te bestaan die in strijd zijn met het bestaan van marktefficiëntie.

Momenteel staat de werking van de financiële markten vol ter discussie. Met dit onderzoek is het de bedoeling om de bestaande EMH theorie van Fama (1970) te testen en verder te onderbouwen dat markten efficiënt werken.

Een tweede aspect waarin het onderzoek een toevoeging biedt, is het uitbouwen van de bestaande theorie over fusie succes. Doordat er een combinatie van kwantitatief- en kwalitatief onderzoek wordt gedaan en hierbij naar de voorspellende kracht van de markt wordt gekeken. Kortom het kader van fusie succes is enigszins in overeenstemming met wat de markt doet en hiermee vormt het kader van succes een toevoeging aan de bestaande literatuur.

Een derde aspect is dat er op de dit vlak in de literatuur weinig combinaties bestaan van kwalitatief- en kwantitatief onderzoek en er in de meeste onderzoeken maar naar enkele eenzijdige strategische of accounting dimensies wordt gekeken en niet in een combinatie hiervan.

Als vierde aspect is enigszins aangetoond dat fusies niet altijd tot succes leiden, wat aansluit bij het derde punt doordat de fusie in een breder perspectief zij bekeken

Met dit onderzoek is het niet te bedoeling om bestaand fusie onderzoek ter discussie te stellen ten gevolge van het gebruik van verkeerde data en aan te tonen dat er fusies bestaan met positieve rendementen.

1.5 Praktische relevantie

Praktisch gezien laat het onderzoek zien dat de CAR een indicator is om aankondigingen van fusies te meten waardoor een event studie een bruikbare methodologie is. Dit levert een verder onderbouwing van de methodologie.

Daarnaast laat het een bruikbare combinatie van kwantitatief- en kwalitatief onderzoek zien, waarbij het framework van de determinanten een model vormt om het succes van een fusie te meten die ook enigszins aansluit bij de perceptie van de markt.

De prijs van het aandeel is een goede voorspeller en hierdoor mogelijk een indicator voor de kapitaalmarkt waarin investeerders vervolg investeringen willen doen. In die gevallen waar de markt een positief rendement laat zien heeft men een positieve verwachting van rendementen waardoor de onderneming mogelijk goedkoper kan lenen op de kapitaalmarkt wat doorwerkt in de winstgevendheid van de onderneming.

Fusies zijn in sommige gevallen een juiste uitkomst en kunnen onder bepaalde omstandigheden tot een succes leiden, doorgaans zorgen fusies voor een waardevermindering van de onderneming en kan het de gestelde beloftes niet waarmaken. Dit volgt de bestaande literatuur en is een signaal naar het bestaand management die een fusie overwegen.

2. Theoretisch kader

2.1 Markefficiëntie

In dit hoofdstuk wordt in de eerste paragraaf een uitleg gegeven over de theorie van de efficiënte markthypothese. Markten verwerken alle informatie die vrijkomt bij een fusieaankondiging per direct in de prijs van het aandeel. Het aandeel van een onderneming is daarom een weergave van alle informatie die publiekelijk bekend is en zou een juiste weergave zijn van de verwachtingen die men over de fusie heeft.

In paragraaf twee is een beschrijving gegeven over de wijze waarop markt efficiëntie getest kan worden. Event studies zijn een juist middel om de semi-sterke-vorm van markt efficiëntie te testen, hierbij wordt de return van het aandeel bepaald aan de hand van het risico van de markt. De het cumulatieve abnormale return [CAR] is een juiste indicator om efficiëntie van de markt aan te tonen.

Echter om wat dieper te kunnen kijken of de markt werkelijk efficiënt werkt en aan positieve fusies daadwerkelijk positieve returns toebedeeld, is een extra kader toegevoegd om te bepalen of de markt informatie inderdaad in een vroeg stadium op een juiste wijze vertaalt.

In hoofdstuk drie wordt een raamwerk voor fusiesucces gedefinieerd, hiermee kan de fusie op twee momenten worden beoordeeld aan de hand van zeven determinanten die in deze paragraaf worden beschreven. Met behulp van het raamwerk in appendix D1 t/m D10 kan aan de fusie een successcore worden gegeven die uitgezet kunnen worden in het model volgens paragraaf 1.3 zodat het verband in beeld gebracht kan worden tussen de weergave van de markt bij een aankondiging [CAR] en het fusiesucces.

2.1.1 Marktefficiëntie algemeen

Binnen de economische literatuur vormt de efficiënte markthypothese (EMH) een theoretische benadering van de wijze waarop marktinformatie tot uitdrukking komt in prijzen van activa op de kapitaalmarkt. Deze theorie veronderstelt dat bij een efficiënte markt de aandelenprijzen altijd alle beschikbare informatie reflecteren met als uitgangspunt dat marktspelers zich volkomen rationeel gedragen en markten perfect werken (Fama, 1970). Volgens Fama (1969) wordt de ideale markt gedefinieerd vanuit de primaire rol die de kapitaalmarkt heeft; namelijk het toewijzen van eigendom van kapitaal uit de economische voorraad. Dit betekent dat in een ideale markt acute signalen van prijzen zorgen voor toewijzing van middelen, waarin ondernemingen kunnen beslissen over productie investeringen en investeerders kunnen kiezen uit effecten die het eigendom van activiteiten weergeven, onder de aanname dat aandelen altijd op elk moment alle beschikbare informatie reflecteren (Fama,

1969). Hierbij is de perceptie dat wanneer nieuwe informatie ontstaat het zich snel verspreidt en zonder vertragingen verdisconteerd in het aandeel, waardoor het onmogelijk wordt om op basis van een technische analyse of een analyse op basis van financiële informatie, betere rendementen behalen dan diegene met een willekeurig geselecteerde portfolio van aandelen of een enkel aandeel (Malkiel, 2003).

In de financiële markten is het niet direct waarneembaar hoe economische spelers op basis van alle beschikbare informatie hun verwachtingen vormen (Verschoor & Zwinkels, 2009). Daarom worden in de literatuur verschillende theorieën van rationele verwachtingen gehanteerd die een kader vormen voor EMH. De theorie van efficiënte markten valt dus onder de theorie van rationele verwachtingen, waarbij men vanuit het micro-economisch gedrag van een marktspeler tot verklaringen wil komen van macro economische gebeurtenissen.

2.1.2 Rationele verwachtingstheorie

Om economische modellen compleet te maken, worden verschillen verwachtingsmodellen toegepast. Het is belangrijk om te begrijpen welke informatie gebruikt wordt en hoe het wordt samengesteld om tot voorspellingen te komen van marktcondities.

Vanuit de theorie van rationele verwachtingen zijn er drie voornaamste veronderstellingen die leiden tot markt efficiency (Muth, 1961; Sheffrin, 1985; Kuipers, 1978; Schleifer, 2000):

- a) De economische agenten zijn nutmaximaliserend.
- b) Het gedrag van economische marktspelers is volkomen rationeel. De informatie is schaars en het economische systeem verspeelt geen informatie.
- c) Niet iedereen moet geïnformeerd worden, er is een vorm van spreiding en er bestaan niveaus van informatie.

In de eerste instantie wordt er in de rationele verwachtingstheorie vanuit gegaan dat individuele economische agenten rationeel handelen. Zodra er nieuwe informatie vrijkomt in de markt, zullen alle investeerders hun benadering van de prijs van aandelen op dezelfde rationele wijze herberekenen, hierbij geldt dat economische spelers geen systematische fouten maken in de voorspellingen. Echter kunnen agenten niet altijd alles juist voorspellen er zijn gebeurtenissen die marktoverstijgend zijn. Dit kunnen bijvoorbeeld regulerende impulsen zijn van overheden op landelijk of modiaal niveau of ernstige natuurrampen. Het uitgangspunt in de rationele verwachtingstheorie hierbij is, dat de effecten van deze gebeurtenissen zich op de langere termijn zullen uitdempen.

De voorspellingen die individuen doen zijn enerzijds opgebouwd uit verwachtingen die berekend worden met rekenkundige modellen en anderzijds op een verwachting die gebaseerd is op ervaring.

Binnen de theorie van rationele verwachtingen geldt de veronderstelling dat een voorspelling rationeel is als er geen verschil is tussen de rekenkundige voorspelling op basis van alle beschikbare informatie

en de subjectieve verwachting (Parkin & Bade, 1986), anders zou er voor de insiders van een onderneming een mogelijkheid zijn om te profiteren van kennis (Muth, 1961). Deze stelling is het uitgangspunt voor het kenmerkend gedrag van economische spelers.

Binnen een economie is een vorm van arbitrage van informatie noodzakelijk, niet iedereen dient gelijk te worden geïnformeerd. Als het systeem van prijzen alle informatie naar de financiële spelers zou voeren, kunnen de volledig geïnformeerde marktspelers die betaald hebben voor het verzamelen van informatie, slechter af zijn ten opzichte van de ongeïnformeerde financiële spelers. De ongeïnformeerde financiële spelers zouden voordeel kunnen behalen, zonder dat zijn vooraf kosten gemaakt hebben voor het verkrijgen van informatie. De volledig geïnformeerde economische spelers zullen met deze stand van zaken geen genoeg nemen en willen niet langdurig informatie verzamelen, er is dus een prikkel nodig. Als markten continu perfect gearbitreerd werken, kunnen er geen voordelen behaald worden uit de activiteiten van arbitrage (Grossman & Stiglitz, 1976: 247-8).

Het spreiden van informatie onder economische spelers leidt tot verschillende rationele verwachtingstheorieën, waarbij de economische spelers kiezen voor het risico wanneer zij wel of niet willen betalen voor het krijgen van informatie. Hierbij zullen de geïnformeerde economische spelers de ongeïnformeerde spelers overtreffen in het behalen van voordelen.

2.1.3 Theorie marktefficiëntie

Marktefficiëntie is niet eenduidig en kent verschillende niveaus. In het algemeen veronderstelt de hypothese van efficiëntie, dat het om een markt gaat waarin prijzen altijd alle informatie reflecteren. Voor de meest sterke vorm van efficiëntie is hierbij de veronderstelling dat kosten voor informatie en transacties om prijzen informatie te laten reflecteren altijd gelijk aan nul zijn (Grossman & Stiglitz, 1980). Een zwakkere en economisch meer zinvollere versie stelt dat prijzen informatie reflecteren tot het punt waarop de marginale opbrengsten van het verhandelen van informatie (de winsten die gemaakt worden) niet groter zijn dan de marginale kosten (Jensen, 1978). Omdat er zeker positieve informatie- en transactiekosten zijn en het moeilijk is om in te schatten wanneer informatie en transactiekosten redelijk zijn, is de meest sterke vorm van de marktefficiënte hypothese onjuist.

De efficiënte markt-theorie berust op twee veronderstellingen (Palm, 1979):

- 1) Op elk tijdstip hebben partijen in een bepaalde markt rationele verwachtingen aangaande de toekomstige prijsontwikkeling. Dit houdt in dat alle op dat moment voorhanden informatie over de toekomst verwerkt is in de prijsverwachting.
- 2) De economische spelers handelen rationeel met alle informatie die die voor elke deelnemer vrij voor handen in de markt aanwezig is. Alleen de prijsverwachtingen beïnvloeden de huidige marktevenwichtsprijs. In modellen van de efficiënte markt is de toekomstige opbrengst meestal niet gecorreleerd met de beschikbare informatie, die kan dan niet gebruikt

worden ter verbetering van het rendement. Ieder verschil dat optreedt dient middels arbitrage geëlimineerd te worden, zodat abnormale winsten niet kunnen optreden. Arbitrage is dus een noodzakelijke voorwaarde.

De rationele uitleg die aan Marktefficiëntie gegeven kan worden is verder uitgewerkt in appendix E1. Volgens Fama (1969) wordt de ideale markt gedefinieerd vanuit de primaire rol die de kapitaalmarkt heeft; namelijk het toewijzen van eigendom van kapitaal uit de economische voorraad. Dit betekent dat in een ideale markt acute signalen van prijzen zorgen voor toewijzing van middelen, waarin ondernemingen kunnen beslissen over productie-investeringen en investeerders kunnen kiezen uit effecten die het eigendom van activiteiten weergeven, onder de aanname dat aandelen altijd op elk moment alle beschikbare informatie reflecteren (Fama, 1969).

Een efficiënte kapitaalmarkt is een markt waar aandelenprijzen volledig alle beschikbare informatie reflecteren, hierbij zullen prijzen van aandelen zich per direct aanpassen op basis van nieuwe informatie. Dit houdt in dat de efficiënte markthypothese voorspelt dat prijzen van aandelen 's middags al de informatie reflecteren die in de ochtend bepaald is. Hierbij is de perceptie dat wanneer nieuwe informatie ontstaat het zich snel verspreidt en zonder vertragingen verdisconteerd in het aandeel, waardoor het onmogelijk wordt om op basis van een technische analyse of een analyse op basis van financiële informatie, betere rendementen behalen dan diegene met een willekeurig geselecteerde portfolio van aandelen of een enkel aandeel (Malkiel, 2003).

Deze definitie volgt de stellingen van efficiëntie, namelijk dat in de financiële markten de kansverdeling van de voorspellingen van toekomstige prijzen in de markt, conform de huidige informatie, overeenkomen met de werkelijke kansverdeling van de voorspellingen volgens de huidige informatie.

De financiële markten gaan de toekomstige prijs een bepaalde waarde geven die zij met de grootste kans verwachten. Zo ontstaat er een kansverdeling van de toekomstige prijzen, die gestoeld is op informatie die in de prijzen wordt ingecalculeerd. Dit zijn de kansverdelingen op de markt. Daarnaast bestaat ook nog de kansverdeling van de toekomstige prijzen die alle informatie bevatten, dit is de werkelijke kansverdeling.

Wanneer de kenmerken van de kansverdeling van de toekomstige prijs op de markt overeenkomt met de werkelijke kansverdeling, wordt de markt efficiënt genoemd.

Op deze basis is efficiëntie moeilijk te testen omdat de werkelijke verdeling niet bekend is. Daarom heeft Fama de theorie aangevuld door middel van een specificatie van informatie, waarbij drie soorten markt efficiëntie worden onderscheiden:

- 1.) De zwakke vorm efficiëntie, hierbij is het onmogelijk om overwinsten te maken op basis van historische prijzen, informatie of returns. Alle historische informatie zit in de prijs verwerkt en

hierdoor zijn er geen voorspellingen voor de toekomst mogelijk. Hierbij zijn alle macro-economische analyses niet bruikbaar.

- 2.) Bij de semi sterke vorm van efficiëntie kan geen enkele investeerder op basis van publiekelijke verkregen informatie overwinst maken. De prijs reflecteert alle historische informatie en alle publiekelijke informatie die bekend is.
- 3.) De sterke vorm van efficiëntie laat geen enkele investeerder toe overwinst te maken op basis van gelijke informatie. Dit is de meest ultieme vorm van efficiëntie omdat de prijzen hier alle informatie bevatten, publiekelijk informatie, interne informatie, historische informatie en werkelijke informatie. Deze vorm komt in de realiteit niet voor, omdat iedereen dan een insider moet zijn.

In de praktijk bestaan er verschillende soorten modellen die gebaseerd zijn op de veronderstellingen van mark efficiëntie, een van de meest voornaamste testen is de benadering volgens het CAPM-model.

2.2 Testen van markt efficiëntie

2.2.1 Semi-sterke-vorm testen

In semi- sterke- vorm- testen wordt bepaald of er al dan niet abnormale opbrengsten kunnen worden verkregen op basis van transacties die gebaseerd zijn op informatie die publiekelijk beschikbaar is. Als voorbeeld van publiekelijke informatie gelden onder andere jaarverslagen of investeringsinformatie. De testen in deze vorm van markt efficiëntie gaan na of prijzen tijdig aangepast worden aan nieuwe informatie.

Aankondigingen van bepaalde gebeurtenissen, zoals dividenduitkeringen, aandelensplitsingen of fusie aankondigingen, vormen een bron van informatie die prijzen van aandelen laten bewegen. De markt efficiëntie vereist dat die informatie snel in de prijzen wordt verdisconteerd. Abnormale returns rondom fusie aankondigingen duiden dan op markt inefficiëntie.

Voor het meten van abnormale returns wordt als indicator het cumulatieve abnormale return gebruikt CAR.

Deze CAR wordt bepaald uit het verschil tussen de werkelijke return en de verwachte return.

$$\Delta r = R_{jt} - E(R_{jt} | \beta_j) \quad (1)$$

De verwachte return wordt geschat op basis van een markt β , en kan berekend worden aan de hand van één van de volgende verbanden tussen het returns van het aandeel en de return van de markt:

1. Het marktmodel:

$$E_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{jt}$$

Waarbij de veronderstelling is dat er een lineaire relatie bestaat tussen de return op een aandeel en de marktreturn. (enkelvoudige regressie met de markt)

2. Het verband volgens het CAPM-model:

$$E_{it} = R_{ft} + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + e_{it}$$

De constante wordt hier verondersteld gelijk te zijn aan de risicovrije voet of aan de return van een aandeel dat niet gecorreleerd is met de markt.

In beide gevallen wordt er een β geschat in de periode die vooraf gaat aan de gebeurtenis, waarna de beta en de marktreturn in bijvoorbeeld de vergelijking van de marktreturn kan worden gestopt om de return te berekenen. Met de Δr kan de gemiddelde return berekend worden door het gemiddelde te nemen van de Δr van alle ondernemingen over een periode.

$$AR_t = (1/N) \sum e_{jt}$$

Met daarin N het aantal waarnemingen.

Hieruit kan de gemiddelde abnormale return worden bepaald (CAR), door de optelsom van alle gemiddelde returns in een beschouwde periode.

$$CAR = \sum AR$$

Het patroon van de cumulatieve return fluctueert rondom de nul, als er zich geen abnormale returns voordoen, wat duidt op marktefficiëntie.

Event studies kunnen gezien worden als een goede manier om deze semi-sterke-vorm van efficiëntie van de markt te testen. Door gebruik te maken van dagelijkse data na de aankondiging van een bepaalde gebeurtenis, laten deze precieze metingen toe.

Hierdoor kan de snelheid waarmee aandelen reageren op de aankondigingen worden bepaald. Het zijn juist deze metingen van de snelheid van aanpassing die centraal staan in het vraagstuk rond efficiëntie.

2.3 De determinanten van fusie succes

Het beoordelen van succes bij een fusie is een moeilijke aangelegenheid, omdat het een samenstelling is van verschillende motieven en een diversiteit van belangen van aandeelhouders kent. Binnen de beoordeling van een fusie zijn er in de literatuur een aantal issues omtrent de wijzen van meten naar voren gekomen. Ten eerste heeft de tijd die bij een fusie in beschouwing genomen wordt een belangrijk invloed op de resultaten en ten tweede is de keuze tussen harde en zachte indicatoren van invloed op de resultaten.

Wanneer kunnen we spreken van een succesvolle Fusie? Is dit het geval wanneer synergie besparingen behaald worden, een vergroting van de omzet wordt bereikt ten gevolge van een groter marktaandeel, weinig verstoringen zijn in de werkprocessen of wanneer er een gevoel van wederkerigheid is tussen twee organisaties? Te veronderstellen valt dat een succesvolle fusie bepaald wordt door de mate waarin voldaan wordt aan het bereiken van voorafgestelde objectieven en niet alleen d.m.v. economische maatstaven zoals winst en aandeelhouderswaarde (Brouthers, van Hastenburg en van den Ven, 1998; Epstein, 2004).

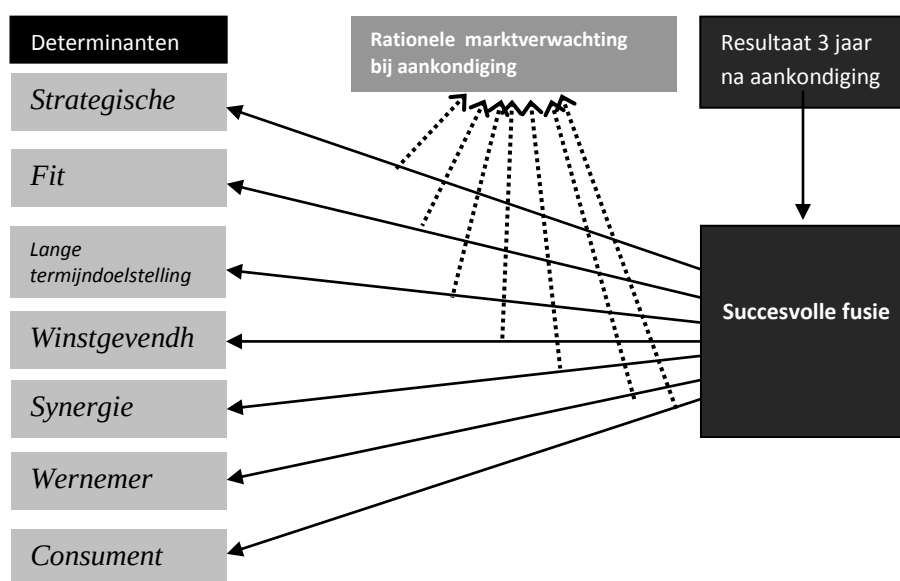
Wanneer twee ondernemingen willen gaan fuseren, is het voornamelijk van belang om te weten hoe de strategische doelen die de overname drijft, in relatie staat tot het bereiken van synergieën en dus verschillen in benaderen van integratie. Verschillende strategieën resulteren in verschillende sets van potentiële synergieën met verschillende uitdagingen in integratie. Het introduceren van een strategie start met het definiëren van een missie voor de onderneming. Of anders gezegd, centraal staat het ambitiestatement van de onderneming welke leidend is waarbij de strategy direct de uitkomsten van de synergie beïnvloed.

Veelal worden fusies beschouwd als onafhankelijke events, maar in werkelijkheid zijn de meeste een component van een bredere acquisitiestrategie en onderdeel binnen een langere termijn doelstelling, van de onderneming die opeenvolgende herstructureringen van de organisatie vereisen om voordelen te behalen (Barkema & Schijven, 2008b). Omdat het fusieprogramma van de onderneming een vooraf opgezette doordachte strategie is, voorziet dit in duidelijke spelregels waaraan een potentiële kandidaat dient te voldoen. In dit kader spreekt men van strategic fit (Lubatkin, 1983; Shelton, 1988; Singh & Montgomery, 1987), Cultural fit (Chatterjee *et al.*, 1992; Very *et al.*, 1997), Organisational fit (Datta, 1991; Datta *et al.*, 1991) en Geographic Fit

Strategische fit is de graad waarmee de fusiepartners de wederzijdse strategie weten aan te vullen of uitbreiden en hieruit additionele winstgevendheid weten te creëren (Jemison & Sitkin, 1986). Hierbij valt te veronderstellen dat des te groter de Fit er meer synergie potentieel is, en dus des te groter de verwachtingen zijn van de winstgevendheid van de fusie.

Samenwerking biedt de mogelijkheid om te kunnen beschikken over nieuwe technologieën, producten of deelname in een nieuwe markt, zonder daar zelf kostbare investeringen voor te hoeven doen.

De synergistische overnames komen voort uit de motivatie dat voordelen ontstaan als resultaat van twee gecombineerde ondernemingen. Synergievoordelen kunnen ontstaan door toename in dominantie van de markt, het salderen van winst uit de ene onderneming met de verliescompensatie uit de andere onderneming, het combineren van R&D afdelingen en marketing netwerken of het elimineren van functies die gelijk in de onderneming voorkomen. Het is belangrijk om te benadrukken dat de voordelen die hierin behaald worden, zowel voor de werknemers, consumenten als voor de aandeelhouder zijn.



Figuur 2

2.3.1 Termijn van verwacht resultaat

Een fusie tussen twee gelijkwaardige ondernemingen zou moeten leiden tot synergie met als gevolg o.a. lagere kosten en meer omzet die een weergave zijn van een verbetering van de economische efficiency (Lubatkin, 1983). Het meten van de verbetering in de kostenstructuur en winstgevendheid van het fusiebedrijf via accounting indicatoren, wordt sterk beïnvloed door de lengte van de periode die in beschouwing wordt genomen. Het duurt soms jaren voordat deze indicatoren de verbetering van winstgevendheid van de onderneming ten gevolge van de fusie weerspiegelen. Volgens Singh (1971) en Buono & Bowditch (1989) hebben gefuseerde ondernemingen 3-5 jaar tijd nodig voordat verwachte voordelen zich beginnen uit te betalen. Een verklaring hierin kan zijn dat investeerders en consumenten in eerste instantie een terughoudende houding aannemen tegen de recent gefuseerde

onderneming en eerder rond gaan kijken opzoek naar producenten van gelijkwaardige producten, hierdoor zal er in het begin een daling van marktaandeel mogelijk zijn.

Strategische fit is de graad waarmee de fusiepartners de wederzijdse strategie weten aan te vullen of uitbreiden en hieruit additionele winstgevendheid weten te creëren (Jemison & Sitkin, 1986). Hierbij valt te veronderstellen dat des te groter de Fit er meer synergie potentieel is, en dus des te groter de verwachtingen zijn van de winstgevendheid van de fusie. Maar het samenvoegen van twee organisaties met verschillende manieren van leidinggeven, tradities en achtergronden tot één identiteit, is een moeilijk en tijdrovend proces gebleken en leidt tot een aantal persoonlijke- en groepsconflicten. Persoonlijke en culturele issues, Cultural fit en Organisational fit binnen fusies krijgen in eerste instantie minder aandacht, omdat de focus op strategische fit en financiële aspecten ligt. Dit heeft te maken met issues die binnen Human resource spelen die niet makkelijk om te zetten zijn in een standaard of te kwantificeren al strategische en financiële informatie (Bruno & Bowditch, 1989). Een ander aspect hierbij is het overschatten van 'macht hebben' door het management over het succes van de fusie, waardoor men snel geneigd is de integratie issues op de lange baan te schuiven (Duhaime & Schwenk, 1985). Daarnaast kan een fusieproces volslagen onvoorspelbaar verlopen omdat men niet weet hoe het personeel van twee ondernemingen zich gaan gedragen tijdens een fusie, vooral het personeel dat niet direct betrokken is bij de fusie (Schein, 1991). Volgens Buono & Bowitch, 1989, duurt het 5 tot 7 jaar voordat personeel zich werkelijk verbonden voelt met de nieuwe organisatie en waarbij wederzijds wantrouwen tussen beide fusie partners verdwenen is.

Fusies hebben als eigenschap dat ze grote veranderingen teweegbrengen en diep inwerken op de cultuur en tradities van beide ondernemingen. Algemeen gesteld, is het zo dat bij het steeds verder doorvoeren van veranderingen ook de graad van weerstand toeneemt. Te veronderstellen valt dat het doorvoeren van veranderingen in de organisatie enigszins parallel loopt met de meetbaarheid van economische effecten, waardoor het logisch wordt dat subjectieve indicatoren objectiever zijn in de weergave van succes bij het meten 3-5 jaar na de aankondiging van de fusie.

Conflicten tussen twee organisatie groepen die betrokken zijn bij een fusie kunnen veelvuldig worden waargenomen gedurende de 'Post-merger' situatie (Schein, 1990; Bowitch & Lewis, 1985; Bastien & Van de Ven, 1986; Jordan, 1990). Een goede Fit is een voorwaarde voor het ontstaan van synergie waarbij het veel problemen integratie problemen al uit de weg kan ruimen.

Het observeren van het succes van een fusie is dus een proces van de langere termijn. Dit suggereert dat een langere observatie periode van 3-5 jaar een betrouwbaarder bewijs levert van de performance van de onderneming ten gevolge van een fusie.

2.3.2 Strategische visie

Een strategische visie van een onderneming moet een heldere formulering van de grondgedachte van de fusie zijn die toegespitst is op het creëren van concurrentievoordeel op de langere termijn in plaats van het slechts verbeteren van de operationele efficiency op de korte termijn (Epstein, 2004).

De voornaamste redenen van fusies omvatten veelal de pogingen in het behalen van schaalvergroting, geografische omvang, kennis vergroting en bedrijfstak grensoverschrijdende extensies.

Als de strategische visie een focus is op schaalvergroting en meer efficiency en kostenreductie hebben een hoge prioriteit, dan probeert de onderneming competitief voordeel te halen door middel van omvang. De scope van een geografische fusie is toegespitst op het combineren van de geografische dekking van de twee ondernemingen. Fusies die gebaseerd zijn op talent en kennis, zijn pogingen om voordeel te behalen in het verbeteren van operationele units door het matchen van personele vaardigheden en toewijzen van kennis op de noodzakelijke gebieden.

Bij fusies die bedrijfstak grensoverschrijdende zijn proberen ondernemingen op zoek te gaan naar complementaire producten of diensten, waarbij de business vaak opnieuw wordt gedefinieerd ter verbetering van de service en de tegemoetkoming in de behoefte van de consument.

Het is dus van belang welke concepten centraal staan binnen een strategische visie en dat de verwachting van een fusie een verwachting is van echte groei en dat de grondgedachte van een fusie niet enkel bestaat uit bezuinigingen en het ontslaan van werknemers. Het helder stellen van een strategische missie is cruciaal en randvoorwaardelijk van wat men van een fusie uiteindelijk kan verwachten.

2.3.2.1 Missiement

Bij een fusie gaat het om twee zelfstandige ondernemingen die zich willen samenvoegen tot een enkele onderneming met een gemeenschappelijke identiteit en doel (Bastien & Van de Ven, 1986).

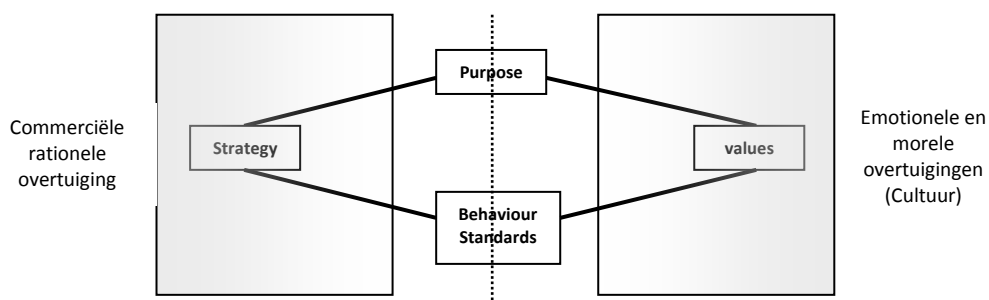
Volgens Mazzolinni (1974: p. 7) is een fusie in wezen een permanente inspanning tot samenwerken door twee of meerdere economische identiteiten die een integrale strategie vaststellen, waarin beide partijen vitaal onderling afhankelijk zijn. Vanuit de basis zijn de eigenschappen in een fusie gericht op gelijkheid, onderlinge afhankelijkheid en coöperatieve werking, waarbij de coöperatieve werking gekenmerkt wordt door onderhandeling en samenwerkingsverbanden. Daarnaast is het zo dat de meeste fusies geen onafhankelijke events zijn, maar in werkelijkheid een component blijken te zijn van een bredere acquisitiestrategie die opeenvolgende herstructurering van de organisatie vereisen om voordelen te behalen (Barkema & Schijven, 2008b). Omdat het fusieprogramma van de onderneming een vooraf opgezette doordachte strategie moet zijn met een hoge wederzijdse afhankelijkheid, voorziet dit in duidelijke spelregels waaraan een potentiële kandidaat dient te voldoen. Vanzelfsprekend is het succes van een fusie van twee gelijke partijen dus congruent met de hoogte van

goodwill tussen de ondernemingen. (Buono & Bowditch, 1989). Om de goodwill tussen twee de ondernemingen op de juist te manier te gebruiken en mogelijk te vergroten, is het belangrijk een gemeenschappelijk doel na te streven. Het neerzetten van een gemeenschappelijke strategie begint met het definiëren van een missie voor de onderneming. De missie definieert de focus van de onderneming en impliceert wat de onderneming juist niet doet!

De beste missie statements zijn kort en krachtig, waardoor ze eenvoudig zijn te communiceren en te herhalen op alle niveaus van de organisatie. Missiestatement daarentegen die lang en gecompliceerd zijn, boeten in op effectiviteit, kracht en motivatie.

Vaak zit in een missiestatement een lijst van strategische objectieven gesloten, die de doelen overkoepelen en een weergave zijn van de strategische intenties en tevens de richting vastleggen waar de organisatie naar toe moet. Deze objectieven worden meestal uitgedrukt in algemene termen en omkaderen de inspanning van de organisatie. Aan de gestelde objectieven van een onderneming zou de basisstelling ten grondslag moeten liggen; 'To create value within ethical norms', waarbij deze stelling te hanteren is als een test op de haalbaarheid en realiteitsgehalte van een objectief en duidt op de prioriteiten binnen een competitieve omgeving.

Het streven naar aandeelhouderswaarde, is het meest overkoepelend objectief van alle doelen in een organisatie en draagt bij aan het ethisch verantwoord en economische welvaren van een onderneming. Een missiestatement wordt over het algemeen belangrijk beschouwd voor de langere termijn interesse en de overleving van de onderneming (Pearce, 1982) en maakt dus onderdeel uit van de langere termijnplanning. Bij het formuleren van een missiestatement zijn vier elementen bepalend; Purpose, Strategy, Values en Behaviour standards.



Figuur 3.

Purpose

Het doel is feitelijk een weergave van de conclusie van de onderneming waarom het bestaat, en antwoord geeft op de vragen, waar de onderneming voor staat, ten gunste van wie alle inspanningen zijn en waarom werknemers en managers meer zouden doen dan het minimale dat nodig is. Het doel op zich stellen is een lege huls, en kan niet zonder vastgestelde policies en gedragsrichtlijnen

(Behaviour Standards). Het doel van een onderneming is in essentie een gedragsaspect. Klemm et al. (1991) hebben vastgesteld dat een onderneming een missiestatement nodig heeft om de staf te motiveren en om het leiderschap te verbeteren. Van gelijke aard, (Drucker, 1974), (Campbell, 1989, 1993), (Campbell & Yeung, 1991), (Gould & Campbell, 1989), en (Peters & Waterman, 1982), hebben elk beargumenteerd dat een missiestatement het beginproces is van het verstekken aan de leden van de organisatie 'de redenen voor hun bestaan, die de departementale en corporate behoeften overstijgen, (Campbell, 1993) noemt dit een gevoel van een missie. Grofweg vallen de doelen van ondernemingen in drie categorieën uiteen: 1.) ondernemingen die aandeelhouderswaarde nastreven, 2.) ondernemingen die bestaat bij het tevredenstellen van alle stakeholders en 3.) ondernemingen die zoeken naar een groter doel dan de gecombineerde behoefte van alle stakeholders.

In het eerste geval bestaat de onderneming bij het creëren van aandeelhouderswaarde en zijn de dagelijkse werkzaamheden in dit kader gesteld. Alle besluiten binnen de onderneming worden herleid naar het behalen van aandeelhouderswaarde. De aandeelhouder is de koning in de onderneming en het maakt niet uit wat voor business er bedreven wordt, zolang er maar voor betaald wordt. Er is dan ook geen individuele relatie tussen de business en de aandeelhouder.

In het tweede geval, definiëren de ondernemingen de verantwoordelijkheid per stakeholder die zij hebben en vermelden in de statements van de onderneming en de commitment per stakeholder.

De managers zijn niet 'single minded' en geloven niet dat het enige doel van de onderneming aandeelhouderswaarde is. Zij erkennen de behoefte van stakeholders, zoals werknemers, leveranciers en consumenten. Bij een multiple-stakeholder view komt het in de praktijk er op neer dat de keuze in doelen eerder pragmatisch zijn dan theoretisch en de onderneming continu in het spanningsveld zit of zijn activiteiten in het belang zijn van de aandeelhouder, het producten maakt voor de consument of de werkgelegenheid voor zijn werknemers bevordert. Het streven is om alle doelen te halen.

Bij het derde geval zijn de managers niet tevreden bij het voldoen in de gecombineerde behoefte van alle stakeholders en streven een hoger doel na. Door het stellen van een hoger doel in de organisatie, en het commitment van de werknemers aan dit doel, komen de individuele behoefte in de organisatie op de achtergrond, dempt het doorklinken van het streven van aandeelhouderswaarde en zorgt dit voor meer enthousiasme bij werknemers, waardoor er meer ruimte is om te groeien. Tevens kan de organisatie zich hierdoor makkelijker binden.

Strategie

Het formuleren van een strategie voorziet de onderneming in zijn commerciële bestaan en verklaart ook waarom het waarde creëert en competitief is t.o.v. ondernemingen in de zelfde business. De strategie definieert in welke business de onderneming actief wil zijn, welke positie het wil innemen, wat zijn kenmerkende competenties zijn die de onderneming voorsprong bieden en de plannen die het

heeft. Binnen een organisatie vormt de strategie het systeem van de rationele commerciële overtuigingen. Iedere strategie is een compositie van skills en kernwaarden van de onderneming. Ook het zelfstandig definiëren van strategie is een lege huls zonder gestelde policies en gedrachtsrichtlijnen, die de werknemers in het dagelijkse werk moeten helpen bij het nemen van beslissingen.

Dit onderdeel van de missiestatement heeft betrekking op de 'performance impact van een missiestatement en berust op de gedachte dat het de focus van de onderneming verscherpt met als resultaat dat middelen efficiënter ingezet worden. King en Cleland (1978), beargumenteren dat een missiestatement het en dus het creëren van een strategie, eenparigheid van stemmen tot doel heeft en een standaard tot gevolg heeft voor toewijzing van middelen en mogelijkheid tot vertalen van organisatorische doelstellingen in werkstructuren, zodat tijd, kosten en performance parameter kunnen worden beoordeeld en gecontroleerd.

Vanuit de strategieliteratuur zijn er door Porter (1985) vier generieke strategieën beschreven die bepalend zijn in competitief voordeel; *Industrie attractiveness*, *Differentiation*, *Focus* en *Costleadership*.

Attractiveness/Market Power

De eerste fundamentele determinant die bepalend is voor de winstgevendheid van de onderneming is de *Industrie attractiveness* en hiermee overeenkomstig de sterke positie van de onderneming. Een competitieve strategie moet ontstaan uit een geraffineerd begrip van competitierregels die een markt aantrekkelijk maken, waarbij het ultieme doel is om te kunnen gaan met deze regels of zelfs te veranderen ten gunste van de onderneming (Porter, 1985). De winstgevendheid van een industrie wordt niet bepaald door hoe het product eruit ziet en of het een hoge of lage graad van technologie bezit, maar hoe de structuur van de markt in elkaar zit.

De structuur van de markt wordt gekenmerkt door vijf competitieve krachten: De mogelijkheid van toetreden van nieuwe concurrenten, Dreiging van alternatieven, Onderhandelkracht van de kopers, Onderhandelkracht van leveranciers en de rivaliteit onder de bestaande ondernemingen.

De vijf krachten bepalen de winstgevendheid van de industrie, omdat zij invloed uitoefenen op de prijs, kosten, de benodigde investeringen en de rendementen van een investering van een onderneming binnen een bedrijfstak.

Nu is het niet zo dat ondernemingen gevangen zitten in de structuur van een industrie, als de ondernemingen tezamen een structuur van een markt kunnen vormen, dan is het ook mogelijk voor ondernemingen om de aantrekkelijkheid van deze markt in positieve of negatieve zin fundamenteel te veranderen. Ondernemingen kunnen met het voeren van een strategie de vijf krachten beïnvloeden.

Ook een fusie is een strategische zienswijze van een onderneming om tot competitief voordeel te komen. Het is een mogelijkheid voor ondernemingen om de interne processen, vaardigheden en

resources beter af te stemmen op zijn competitieve omgeving waardoor het zijn positie in zijn markt kan versterken, waardoor de competitieve kracht van de onderneming toeneemt

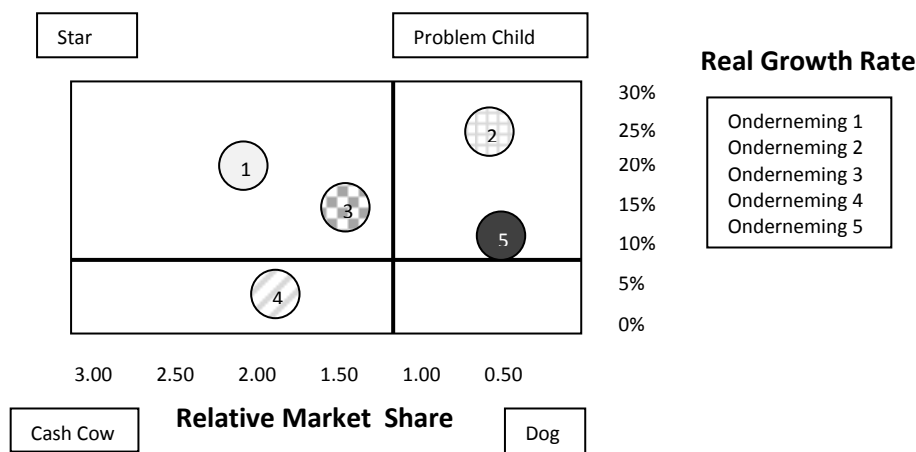
Een sterke competitieve positie van de onderneming staat sterk in relatie met de returns die te behalen zijn op investeringen; des te sterker de positie van de onderneming, des te hoge de returns, waarbij er een toename bestaat tussen de stijging van het marktaandeel en de Return on Investment (Schoeffler, Buzzell & Heaney, 1974). Een onderneming die is toegenomen in omvang d.m.v. een fusie zou instaat moeten zijn om hogere returns te genereren dan een gemiddelde speler in de markt. Hierbij is het niet alleen van belang wat het marktaandeel doet van de eigen onderneming, maar ook hoe de distributie van marktaandelen van de ander ondernemingen liggen.

Echter fusies kunnen een grote impact hebben op de structuur van de markt, zeker als het gaat om ondernemingen die beide al een sterke competitieve positie bezitten. Het zwaar beïnvloeden van een markt of volledig veranderen van een markt heeft een tweeledigheid, het kan de structuur en winstgevendheid van de markt ook volledig stuk maken net zoals het de structuur en winstgevendheid kan verbeteren.

Aan de hand van een 'Growth-Share Matrix' is zichtbaar te maken wat de relatieve marktpositie van een onderneming is in een industrie op basis van drie dimensies: size, growth en relative market share.

De weergave van deze dimensies binnen de matrix zijn een weergave van 'competitive advantage'.

Met de matrix is de positie van het fusiebedrijf gedurende drie jaar na de fusie te volgen, waarbij de huidige positie van de onderneming en de mogelijke verplaatsing binnen de matrix gedurende de drie jaar een graad is voor de verbetering of verslechtering van de marktpositie van de onderneming.



Figuur. 4

Binnen de matrix zijn er vier stadia te benoemen:

- 1.) "Cash cow", linker onderste kwadrant. Hierin zijn ondernemingen opgenomen met een groot marktaandeel, lage groei en een laag investeringsniveau ter ondersteuning van de business.

Ondernemingen in dit segment willen alleen cash genereren en kunnen zich hier tijdelijk bevinden om geld te sparen om dit te gebruiken voor investeringen voor later.

- 2.) *“Star”*, linker boven kwadrant, Dit zijn ondernemingen met een groot marktaandeel en sterke groei. Binnen de onderneming wordt veel cash gegenereerd die bestemd is voor toekomstige uitbereidingen van activiteiten van de onderneming. En door de sterke marktpositie van de onderneming is de voortdurende investering van de onderneming om zijn markt uit te bereiden aantrekkelijk.
- 3.) *“Dog”*, rechter onderste kwadrant. Dit is een omgeving van een markt waarin ondernemingen een lage groei hebben en een klein marktaandeel. De business heeft weinig macht op de markt en een lage verwachting dat deze zal groeien naar een aantrekkelijker positie. Ondernemingen in deze omgeving vormen een bodemloze put voor gegenereerde cashflows.
- 4.) *“Problem child”*, rechter bovenste kwadrant. Hier bevinden zich ondernemingen met een graad van hoge groei en een laag marktaandeel. De business verwacht een hoge graad van investeren om de business te laten groeien, echter de investeringen, die dit zouden kunnen rechtvaardigen, hebben niet direct het gevolg tot een verbetering van de positie in de markt.

De kruisdraden die de categorieën in dit model scheiden, zijn het resultaat van een analyse:

- 1.) De horizontale draad is een weergave van de gemiddelde groei binnen een bedrijfstak. Dit moet een reële nominale waarden zijn, waarbij in ieder geval rekening is gehouden met inflatie.
- 2.) De verticale draad is het relatieve aandeel van de markt, het is gebruikelijk om deze draad tussen de 0,75 en 1,00 te plaatsen. Het relatieve aandeel van de markt wordt uitgedrukt in een ratio van het aandeel van de onderneming t.o.v. de grootste concurrent.

Differentiation

In een differentiatiestrategie zoekt de onderneming naar dimensies die in hoge mate door het publiek gewaardeerd worden en tot uniekheid binnen de industrie leidt. De onderneming selecteert eigenschappen uit die de consument belangrijk vindt en positioneert zich om in deze behoefte te voldoen. Het sterk onderscheidend vermogen binnen een markt, ook wel ‘Nichemarkt’ genoemd, wordt doorgaans beloond met het kunnen berekenen van hogere prijzen. Ondernemingen die een differentiatie strategie nastreven zullen zich focussen op innovatie, techniek en markt segmentatie, brand management, product kwaliteit, customer service en garanties

Fusies zijn dan ook een uitermate geschikt moment om een differentiatie strategie te kunnen voeren.

Een belangrijke aanname hierbij is dat fusies ondernomen worden om echte veranderingen te weeg te brengen, bijvoorbeeld het vergroten van de winstgevendheid ofwel het vergroten van marktdominantie van de onderneming of kostenreductie of beide (Mueller, 1980). Het primaire doel van een fusie dient

dan ook de verbetering van de overall economische performance van de ondernemingen. Deze economische voordelen ontstaan uit synergie effecten. Synergie ontstaat wanneer twee operating units efficiënter kunnen werken, in ieder geval onder lagere kosten en samen efficiënter zijn dan dat zij zelfstandig operationeel zijn (Lubatkin, 1983). Synergie vergt een nauwkeurig toewijzing van resources en de juiste toewijzing van resources maakt het mogelijk om een differentiatiestrategie te voeren.

Grofweg zijn er binnen fusies vier basismechanismen te onderscheiden die ten eerste leiden tot waardecreatie maar tevens voorwaardelijk zijn aan het voeren van een differentiatiestrategie.

- Combination benefits
- Resource sharing
- Skill transfer
- Restructering

Bij het combineren van *Benefits* gaat het ten eerste om grootte gerelateerde voordelen zoals het vergroten van de slagkracht en koopkracht binnen een markt, of het overdragen en aanvullen van financiële middelen die een onderneming als geheel sterker maken. Ondernemingen die een omvangrijke fusie aangaan binnen een bedrijfstak, of met regelmaat middels kleine fusies zich strategisch vergroten, kunnen er in slagen de structuur van de bedrijfstak te transformeren en hiermee de winstmarge vergroten. Met de opkomst van een dominante speler binnen een bedrijfstak verminderd de omvang van de concurrentiestrijd en ontstaat er een grotere onderhandelingsmacht over de toeleveranciers en de klanten.

Door het fuseren krijgt het fusiebedrijf de beschikking over meerdere segmenten en merken en is het in staat de tussen behoeften van klanten en de rivaliteit tussen producten te interveniëren. Door de toename van het afnamevolume bij leveranciers, worden deze leveranciers afhankelijker en heeft het fusiebedrijf een grotere keuzemogelijkheid in toeleveranciers. Dit heeft tot gevolg dat toeleveranciers meer willen gaan inspelen op wensen van fabrikanten, waardoor fabrikanten meer eisen stellen aan het ontwerp en de kwaliteit van het toegeleverde product.

Door het in handen krijgen van vooraanstaande merken heeft de fabrikant door een toenemende massa in consumptie ook meer verantwoording om te voldoen in de behoefte van het altijd geliefde merk van klanten. Hierdoor kan de fabrikant in interactie treden met zijn klanten en informatie verkrijgen om zo de wensen en behoeften van de consument te definiëren en te vertalen in concrete productspecificaties, het ontwerp en verkoopproces veranderd in een co-proces. Dit is een eerste opstap naar de mogelijkheid tot differentiëren

Middels *Reource Sharing* is de onderneming in staat om een reeds bestaande supply chain uit de ene onderneming ook te gebruiken in de andere onderneming, waardoor er minder continu geïnvesteerd

hoeft te worden om bestaande producten te vermarkten en er ruimte ontstaat om de values en beliefs van specifieke A merken meer te verbinden met de consument. Het is zelfs mogelijk om middels communicatie en reclame de vooraf ingestelde waarde bij de consument zelfs te veranderen waardoor er mogelijkheden ontstaan om producten te differentiëren. Met het laten toenemen van de exposure rondom een A merk trek dit de aandacht van andere fabrikanten met A-merken met als gevolg een mogelijke vorming van een nieuw segment met nieuwe producten. Communicatie en reclame heeft de kracht om associaties te creëren met een merk en het merk interessanter te maken voor de consument.

Bij *Skill Transfer* gaat het om de overdracht van ondernemingsspecifieke kennis, *Capabilities* en *Core competencies*, zoals productie-technologie, distributiekennis of het overhevelen van financiële controle vaardigheden. Een belangrijk aspect hierbij is dat de overdracht van functionele vaardigheden een proces van onderwijs en leren is voor beide ondernemingen binnen een fusie en de toegevoegde waarde een voortvloeiende vermindering van kosten of verbetering van marktpositie tot gevolg heeft. Het is een proces van de lange termijn waarbij het wel noodzakelijk is dat beide ondernemingen de eigen *core competencies* blijven ontwikkelen om op deze wijze *stars* in het assortiment te behouden houden en aandacht van de consument te blijven trekken. Door het uitselecteren (*focus*) van eigenschappen die de consument belangrijk vindt en het combineren en positioneren van de behoefte ontstaat de mogelijkheid tot differentiëren.

Een onderneming die zich wil onderscheiden kan het zich niet veroorloven zijn kostenpositie uit het oog te verliezen en zal altijd zijn kosten vergelijken zoals die in de branche gebruikelijk zijn en toewerken naar het reduceren van kosten die zijn uniciteit niet aantasten.

Door middel van het herstructureren van bedrijven binnen een fusie, kan de efficiency verhoogd worden door overtollige capaciteit te sluiten, onrendabele productielijnen te rationaliseren, de productieprocessen nauw op elkaar af te stemmen en verschillende bedrijfsonderdelen goed op elkaar te laten aansluiten. Veelal gaat dit in combinatie met het verminderen van hoofdkantoorpersoneel en het afstoten van fabrieksterreinen. Door deze herstructureringen kan er op kosten bespaard worden, wat bijdraagt aan de kostenpositie van de onderneming, en door het afstemmen van productieprocessen en uitbalanceren van R&D kan het innovatieve vermogen verbeteren wat past binnen het voeren van een differentiatie strategie

Het rendement dat te behalen valt in het combineren van R&D kan per sector verschillen, er zijn industrieën waar het investeren in R&D traditioneel groot en van levensbelang is, bijvoorbeeld de farmaceutische industrie, waardoor de combinatie van R&D al heel snel tot een groot rendement en sterke marktpositie kan leiden.

Focus

Een derde generieke strategie is *focus of specialization*. In een focus selecteert de onderneming een groep of segment binnen een industrie en richt zijn strategie hier volledig naar in. De onderneming probeert binnen dit segment uniek te zijn terwijl hij dit in de overall markt niet hoeft te zijn.

De basisgedachte die Porter (1985) hieraan ten grondslag legt, is dat een onderneming keuzes dient te maken op welke manier het de markt wil benaderen. Het is moeilijk om een duurzaam competitief voordeel te behalen op basis van het voeren van een hybride strategie en trachten tegemoet te komen aan verschillende behoeften van de consument

Binnen de focus strategie zijn er twee richtingen waarin een onderneming zich kan sub-optimaliseren, *cost focus* en *differentiation focus*. In een cost focus strategie zoekt de onderneming naar een voordeel op kosten binnen het doelsegment en binnen een focus op differentiatie zoekt de onderneming naar specifieke behoefte van consumenten binnen een segment. De verschillen die bestaan in segmenten, duiden er op dat de markt nog onzorgvuldig bediend wordt door een te breed gevoerde strategie, waarbij de consument op hetzelfde tijdstip wordt bediend als consumenten in andere segmenten. Er valt dan voor een onderneming competitief voordeel te behalen door zich toe te leggen op een marktsegment.

Het kiezen voor een focus en *waarop*, leidt op zichzelf niet tot een duurzaam bovengemiddelde prestaties binnen een segment. De essentie van focus heeft als doelwit het exploiteren van een kleine verschillen binnen een segment, maar waarbij de mogelijkheden hiertoe een eigenschap van een industrie of marktsector is, het hangt dus sterk af hoe uitgebalanceerd een markt is. Hierdoor is het van belang is dat ondernemingen exploratief moeten zijn en zorgen voor innovaties die het mogelijk maken om sub-optimalisaties door te voeren.

Met een fusie strategie kan men inspelen op sub-optimalisaties, middels 'resource sharing', afstemmen van productieprocessen en laten aansluiten van bedrijfsonderdelen met als hoger doel het bereiken van synergievoordelen die innovaties mogelijk maken. Door de toename in omvang heeft de onderneming meer macht over de toeleveranciers, waardoor het zijn toegeleverd product meer kan gaan standaardiseren naar de eigen productie, met als gevolg een reductie in kosten.

Anderzijds kan er door een fusie ten gevolge van brandsharing een uitwaseming van kennis ontstaan die in combinatie met een consumenten relatie focus gebruikt kan worden om meer op de behoefte van de consument in te spelen wat weer bijdraagt aan differentiatie op segment niveau. Tevens werkt dit twee kanten op, doordat de consument in de gaten krijgt dat er onderzoek gedaan wordt naar de behoefte, gaat deze consument zijn eisen in behoefte steeds hoger stellen waardoor er een stuwende werking ontstaat.

Costleadership

Dit is de producent die tegen de laagste kosten binnen zijn industrie kan produceren. De onderneming is binnen de industrie actief in meerdere segmenten en zelfs buiten de eigen industrie in gerelateerde industrieën. Het bereiken van segmenten staat in relatie tot de voordelen die het kan behalen in kosten binnen de structuur van een industrie. De bronnen van kostenvoordeel kunnen variëren van schaalvoordelen en octrooien tot specifieke rechten om te beschikken over grondstoffen. Een producent die een costleader-strategie voert binnen een segment, moet alle mogelijkheden van kostenreductie zien te vinden en exploiteren. Kenmerkend voor deze producenten is dat zij producten produceren die uitblinken in standaardisatie zonder franje, waarbij er de nadruk ligt op het kunnen oogsten op grote schaal. De prijzen die ze kunnen vragen voor het product liggen op of onder het gemiddelde van wat in het segment gebruikelijk is. Zodra de prijzen die gevraagd kunnen worden gelijk zijn of lager dan de directe concurrent, ontstaat er door de lage kostenpositie hogere returns.

Ondanks dat een fabrikant kan opereren vanuit de lage kostenpositie zal het de positie moeten afschermen door het hanteren van een vorm van differentiatie. In de vorm van *parity* dient de fabrikant een product op de markt te brengen die gelijkwaardig is aan het product van zijn directe concurrent of in ieder geval een product dat gelijk wordt bevonden door de consument. Deze vorm zorgt er voor dat zijn lage kostenpositie direct omgezet kan worden in een hoger rendement in vergelijking met zijn concurrenten.

Naast het produceren tegen lage kosten, dient de onderneming in de vorm van prijsdifferentiatie een noodzakelijke korting te hanteren op zijn prijzen, om een acceptabel en benodigd marktaandeel te vergaren. Deze korting zal niet de positie als low costleader aantasten en het verdienen van industrie bovengemiddelde returns. Doorgaans is de positie voor costleader maar weggelegd voor een enkele partij en valt er om de positie niet te strijden. Het is zaak voor de andere ondernemingen dat de kosten structuren binnen de onderneming op orde zijn, want ondanks dat de onderneming geen costleader is, is het wel mogelijk om bovengemiddelde returns te halen.

Behaviour standards

Het uitzetten van een strategie en het vaststellen van doelen die overeenkomstig zijn met de strategie zijn in principe 'lege' rationele concepten die op zichzelf staan, tenzij de concepten tot actie omgezet kunnen in de vorm van een beleid en gedragsrichtlijnen die mensen helpen in het nemen van besluiten in de dagelijkse werkzaamheden.

Mensen zijn van oorsprong emotioneel en worden dan ook in eerste instantie gedreven door de motieven die dicht tegen de eigen morele overtuiging liggen. Een missie dient dan ook te voorzien in morele gedragsregels om deze emotionele golf binnen een organisatie te geleiden langs de commerciële grondslagen. Het vertalen van de gestelde strategie naar beleid, gedrag richtlijnen en een

overeenkomstig incentive systeem, draagt bij aan een grotere bewustwording van de werknemers. En door het systematisch herhalen en trainen van mensen komt het gedrag meer verweven in de organisatie te zitten en gaat het onderdeel uitmaken van de cultuur. De voordelen die het systeem met zich meebrengt is dat er een gelijkgerichte communicatie tussen mensen in de organisatie ontstaat en het gedrag naar persoonlijk gewin onderdrukt, waardoor mensen meer in lijn komen te staan met de leidinggevende en grotere graad van coöperatieve tot gevolg heeft. De behavioural policies zijn bewuste overwogen bedachte richtlijnen en begeven zich op het rationale vlak.

Een fusie verschilt in alle opzichten van ieder andere reorganisatie of verandering in een organisatie, omdat het een eigenschap heeft van opeenvolgende veranderingen en het feit dat twee organisaties met een eigen historie, tradities en gebruiken samengebracht worden. Het samenvoegen van twee groepen met een eigen organisatiecultuur leidt vrijwel direct tot verschillende vormen van competitie, en een harmonieuze samenwerking tussen deze groepen is dan ook meer een uitzondering dan regel. Dit is te wijten aan onvoldoende waarde elementen (Pondy, 1967), afhankelijkheidspatronen, die een groep bewust afhankelijk maken van een andere groep (Thompson, 1967) en een juiste differentiatie in rol en taken. Het vereist een tactische sturing van de twee groepen door het management, waarbij men zich dient te realiseren dat verschillen tussen twee groepen mensen op zich heel juist zijn. Dit voorkomt dat een van de twee groepen gestigmatiseerd wordt en er zich een subgroep in de gecombineerde groep gaat ontstaan die matig gaat presteren (Wilder, 1986). De ideale situatie voor een organisatie is het kunnen creëren van een nieuwe sociale identiteit, door het verwijderen van alle symbolen en oude identiteiten en deze te vervangen door nieuwe identiteiten, bijvoorbeeld door het veranderen van namen, die het management van de onderneming helpen om nieuwe categorieën te maken waarin groepen psychologisch samengevoegd kunnen worden. Echter is dit niet overeenkomstig met de werkelijkheid. Het gelijkstellen van twee groepen is daarom niet altijd de weg naar succes. Groepen met een groot gevoel aan eigenwaarde en sterk hechten aan de eigen identiteit zijn meer gemotiveerd en presteren beter als zij de eigen identiteit kunnen terug vinden in de nieuwe organisatie.

Values

De values zijn de overtuigingen en de morele principes die verankerd liggen in de cultuur van de onderneming en zijn per onderneming uniek. Values zijn een grondslag voor het gedrag binnen een onderneming en geven betekenis aan de normen. Daarnaast zijn values in die mate sterk verweven binnen een organisatie, dat zij een gedrag ten gevolg hebben die evenredig sterk is met de strategie. De values vormen de emotionele en morele overtuigingen binnen een organisatie. De waarden van een organisatie op basis van type en kwaliteit zijn een belangrijke factor voor succes of falen (Davison, 1994; Folz, 1993; Katzenbach en Smith, 1993; Pasmore en Mlot, 1994, Wol, 1993). Het is te eenvoudig om te veronderstellen dat de winstgevendheid van een onderneming alleen afhankelijk is

van het eigen handelen, de legitimiteit en sociale normen en waarden beperken de acties van de individuele organisaties. Volgens Mason (1985:6), “kan het niet sterk genoeg worden benadrukt dat de groei van de het negentiende-eeuwse kapitalisme grotendeels afhing van de algemene aanvaarding van een met redenen omklede rechtvaardiging van het systeem op morele maar ook op politieke en economische gronden”. Cheit (1964) heeft in aanvulling betoogd dat de sociale omgeving van het bedrijfsleven is veranderd, in de richting van een toenemende overdracht van verantwoordelijkheid aan de corporatie voor het gebruik van haar invloed. Van hieruit valt te concluderen dat organisaties dienen te streven naar een congruentie tussen de sociale waarden in verband met of geïmpliceerd door hun activiteiten en de normen van aanvaardbaar gedrag in het grotere sociale systeem waarvan zij deel uitmaken. Binnen een fusie betekend dit dat er nadrukkelijk gekeken moet worden naar de consistentie en de helderheid tussen de twee ondernemingen op het vlak van Organisational Fit en Cultural Fit. Voor zover deze twee waardesystemen bij beide ondernemingen congruent zijn, kunnen we spreken van de organisatie legitimiteit. Wanneer er een bestaande of potentiële ongelijkheid bestaat tussen de waardesystemen, leidt dit tot slechte synergie, een vermindering in slagvaardigheid, personele en culturele issues, heeft dit weerslag op de strategische fit en uiteindelijk op de winstgevendheid en het succes van een fusie. Voor verdere onderbouwing van de dimensies is in appendix D1 per item een onderbouwing met sub-items gemaakt om meting mogelijk te maken.

2.3.3 Fit

Om operationeel effectief te zijn, dient een onderneming zich uit te lijnen met zijn omgeving, strategie, mogelijkheden en leiderschapskwaliteiten (Beer, Voelpel, Leibold & Eden, Tekie, 2006).

Fusies worden ondernomen met de intentie dat zij permanent zijn, en dat het fusiebedrijf winstgevend genoeg is om de eigen continuïteit te waarborgen, waarbij een fusie in die zin succesvol is als het een vereniging van twee ondernemingen betreft die permanent is. Van hieruit kunnen valt te veronderstellen dat fusies niet te beschouwen zijn als onafhankelijke events, maar de meeste in werkelijkheid een component zijn van een bredere acquisitiestrategie en onderdeel binnen een langere termijn doelstelling van de onderneming vormen, die opeenvolgende herstructureringen van de organisatie vereisen om voordelen te behalen (Barkema & Schijven, 2008b). Aanvullend is te stellen dat fusies principieel ondernomen worden om echte veranderingen aan te brengen, een verbetering van de winst te behalen door het vergroten van de marktinvoer, of kostenreducties door te voeren. (Mueller, 1980:29). Deze economische voordelen ontstaan uit synergie effecten. Omdat het fusieprogramma van de onderneming een vooraf opgezette doordachte strategie moet zijn, voorziet dit in duidelijke spelregels waaraan een potentiële kandidaat dient te voldoen. In dit kader spreekt men van Strategic fit (Lubatkin, 1983; Shelton, 1988; Singh & Montgomery, 1987), Cultural fit (Chatterjee *et al.*, 1992; Very *et al.*, 1997), Organisational fit (Datta, 1991; Datta *et al.*, 1991) en Geografische Fit.

2.3.3.1 Strategic Fit

Strategische fit is de graad waarmee de fusiepartners de wederzijdse strategie weten aan te vullen of uitbreiden en hieruit additionele winstgevendheid weten te creëren (Jemison & Sitkin, 1986). Hierbij valt te veronderstellen dat hoe groter de Fit, er meer synergie potentieel is, en des te groter de verwachtingen zijn van de winstgevendheid van de fusie. Het is dan ook van grote waarde om inzicht te krijgen in de verschillende soorten van strategische fit tussen twee ondernemingen en wijze waarop verschillende Fit bijdraagt aan toevoegen van waarde binnen een fusie. Tevens geeft het de managers binnen de onderneming inzicht welke combinaties bijdragen aan het toevoegen van waarde en welke niet, hierbij gaat het om de bouwstenen die bijdragen aan de fusie. Het lineaire programmeringsmodel voor bedrijfsexpansie van Shelton (1985) laat zien dat schaalvoordelen binnen een fusie behaald worden als universele middelen in de beide ondernemingen volledig geëxploiteerd worden. In het model wordt gebruik gemaakt van een strategische indeling volgens, related – complementary fit en related – supplementary fit, naar het concept van Salter en Weinhold (1979). Dit is gedaan omdat ondernemingen uit een grote verscheidenheid aan contractueel gebonden assets bestaan, en het moeilijk is bronnen aan te wijzen die waarde toevoegen, wanneer een enkele categorie wordt gebruikt waarin alle mogelijke combinaties van assets die bestaan worden samengevat. Bij indeling van related – complementary fit, gaat het om verticale integratie en bij related – supplementary fit betreft het een horizontale integratie. In een related – complementary fit is het doel voornamelijk gericht op het verkrijgen van toegang tot nieuwe markten en consumenten en minder gericht op het binnenhalen van nieuwe technieken en producten. Een related – supplementary fit voorziet de onderneming eerder in nieuwe producten en vaardigheden binnen de huidige markt die het bedient, dan dat het toegang biedt tot nieuwe markten. Figuur 4 geeft een overzicht van de mogelijk strategische fits tussen de business van ondernemingen en de mogelijke manieren waarop de ene onderneming de mogelijkheden van product marktcombinaties van de ander kan vergroten.



Figuur 5.

Om te beoordelen of producten en markten van twee ondernemingen aan elkaar gerelateerd zijn en de wijze waarop, dient er tenminste aan drie van de vier criteria te worden voldaan:

- 1) Gelijke/vergelijkbare type klanten die bedient worden
- 2) Gelijk/vergelijkbaar type product
- 3) Gelijk/vergelijkbaar technologie die gebruikt word in de productie
- 4) Gelijk/vergelijkbaar doel/functie vervullend in gebruik van het product.

De klanten die bediend worden, kunnen ingedeeld worden in:

- 1) Consument
- 2) Professional
- 3) Industrie
- 4) Overheid

De consument is in dit geval de eindgebruiker van een product of dienst die door een business verkocht wordt. De professionele consumenten omvatten de specialisten, zoals tandartsen, artsen en ander professionals. Daarnaast kan er een indeling gemaakt worden in groepen producten, omdat de markt producten verkoopt op de verschillende productiestadia:

- 1) Retail/detailhandel of afgewerkt product
- 2) Groothandel en halffabricaten
- 3) Grondstoffen

In aanvulling op de indeling dient gewezen te worden dat markten die gebruik maken van dezelfde technologie aan elkaar gerelateerd zijn, zelfs wanneer de producten door verschillende soorten klanten worden afgenomen en voor verschillende doeleinden worden gebruikt. En doorgaans gebruiken consumenten over het algemeen producten die aan elkaar gerelateerd zijn en in het gebruik een gelijke functie en doel vervullen.

Samengevat ziet de methode of twee ondernemingen aan elkaar gerelateerd zijn op basis van de richtlijnen er als volgt uit.

Hoofdvragen			
Vergelijkbaar type klant?			
Consument	Industrie	Professional	Overheid
Vergelijkbaar type product?			
Detailhandel	Groothandel		
Afgewerkt product	Halffabricaten	Grondstoffen	
Vergelijkbare technologie gebruikt in productie?			
Vergelijkbaar doel en functie vervullend in gebruik van het product?			
Criteria			
Positieve bevestiging op drie van de vier vragen -> business is gerelateerd			
Positieve bevestiging op minder dan drie van de vier vragen -> business is ongerelateerd			

Tabel 1

De richtlijnen volgens de tabel maakt het mogelijk om de productie, technologie en distributiekkanalen te onderzoeken en van hieruit te bepalen of de markten van twee ondernemingen gerelateerd zijn.

In het geval dat twee markten aan elkaar zijn gerelateerd, dient aan drie van de vier criteria te worden voldaan. Als twee bedrijven volgens de criteria aan elkaar gerelateerd zijn, wordt de vorm van gerelateerdheid bepaald door de wijze waarop de target onderneming de mogelijkheden in product marktcombinaties van de biedende onderneming veranderd. In het geval dat een target onderneming toegang verschaft tot een nieuwe gerelateerde markt voor de biedende onderneming, is de Fit tussen de ondernemingen 'related- supplementary'. Als de target onderneming de biedende onderneming de mogelijkheden biedt om zijn productielijnen uit te breiden of zijn marktpositie te versterken binnen een gegeven markt, of de mogelijkheden biedt om voorwaarts of achterwaarts te integreren, dan is er sprake van 'related-complementary Fit'.

Veronderstelt is dat hoe groter de Fit tussen twee ondernemingen, dit meer synergie potentieel tot gevolg heeft en des te groter de verwachtingen van de winstgevendheid van een fusie. In lijn met deze veronderstelling is dat wanneer een bepaalde strategische fit tussen twee ondernemingen leidt tot meer winstgevendheid, des te groter zijn de ondernemingen. Dit maakt de indeling mogelijk om naar grote en kleine business units te kijken in de ondernemingen en die met elkaar te vergelijken op het niveau van strategische fit. De grootste business unit van de onderneming wordt geclassificeerd als het onderdeel dat meer dan 10% bijdraagt ten opzichte van de andere units aan de totale omzet van de onderneming. Hierbij kan een onderneming meerdere grote units bezitten, echter zal een van zijn units de kleinste omzet genereren.

Classificatie strategische fit				
	Relatieve grootte van de Target onderneming			
Strategische fit	Groot	Groot	Klein	Klein
Unrelated	GTUGB	GTUKB	KTUGB	KTUKB
Related - Supplementary	GTSGB	GTSKB	KTSGB	KTSKB
Related - Complementary	GTCGB	GTCKB	KTCGB	KTCKB
Identical	GTIGB	GTIKB	KTIGB	KTIKB
	Groot	Klein	Groot	Klein
	Relatieve grootte van de Biedende onderneming			

Legenda

Grote business units Dragen ten minste meer dan 10% bij aan bedrijfsomzet t.o.v. dan de andere units

Kleine business units Dragen minder dan 10% bij aan de bedrijfsomzet t.o.v. dan de andere units

GT = Grote unit Target KT = Kleine unit target

GB = Grote unit Bieder KB = Kleine unit bieder

I = Identical Fit, de target onderneming verkoopt vergelijkbare producten als de bieden de onderneming aan dezelfde klanten

C = Related-supplementary Fit, de target onderneming verkoopt vergelijkbare producten als de biedende onderneming, maar aan nieuwe klanten

S = Related-compelementary Fit, de target onderneming verkoopt nieuwe producten aan dezelfde klanten als de biedende onderneming

U = Unrelated Fit, target verkoopt nieuwe producten aan nieuwe klanten

Tabel 2

De score aan de hand van de tabel zal bepaald worden door het aantal keer dat een variabele een strategische fit vertegenwoordigd.

Per definitie is het zo dat de voornaamste business unit een hogere bijdrage levert aan de totale omzet van een onderneming dan de kleinere unit. Deze grotere bijdrage ontstaat uit het feit dat de grotere units een groter percentage van de assets binnen een onderneming gebruiken of er intensiever gebruik van maken. Daarnaast is het zo dat de belangrijkste unit van een onderneming de voornaamste investering van de onderneming is. Zelfs al is de huidige business niet de focus van de onderneming, toch zal er geïnvesteerd worden in significante hoeveelheden aan managementvaardigheden die nodig zijn om de business te versterken en de doorgang van het concern te waarborgen. Op basis van dit gegeven is er een aanvulling op de score middels een weging.

De grootste business is belangrijker dan de kleinste business op basis van twee voornaamste karakteristieken:

de hoeveelheid assets die gebruikt worden en de intensiteit van het gebruik

de historische en toekomstige interesse van het management,

daarom krijgt de score bij een fit met een 'Grote Unit' een weging die twee keer zo hoog is als een score met een strategische fit die bestaat uit 'Kleine Unit'/'Kleine Unit'. In aanvulling hier op krijgt de strategische combinatie 'Grote Unit'/'Grote Unit' een weging van vier en is in weging twee keer zo zwaar als de strategische combinatie 'Grote Unit'/'Kleine Unit' omdat de twee voornaamste karakteristieken in de strategie aanwezig zijn.

Voor verdere onderbouwing van de dimensies is in appendix D2 per item een onderbouwing met sub-items gemaakt om meting mogelijk te maken.

2.3.3.2 Cultural Fit

De culturele afstand in zijn meest algemene vorm suggereert dat, problemen, kosten en risico's die verbonden zijn aan culturele aspecten vergroten bij een toename in culturele verschillen tussen twee individuele groepen of organisaties (Hofstede, 1980) In het kader van fusies en overname is binnen de literatuur vaak betoogd dat culturele verschillen een bron zijn voor verwarring, vijandigheid en wantrouwen tussen leden van fuserende organisaties (Buono & Bowditch, 1989; Cartwright, 1997, 1996; Krug & Nigh, 2001; Olie, 1990) en een hoge bijdrage leveren aan het mislukken van fusies.

De cultuur van een organisatie is net zo fundamenteel als de persoonlijkheden van een individu en daarom is de graad van overeenkomst in culturen bij het combineren van twee organisaties waarschijnlijk direct gecorreleerd aan het succes van de combinatie. Maar wat houdt een goede culturele fit tussen twee organisaties eigenlijk in? betekent dit dat de culturen van twee organisaties overeen dienen te komen? In de maatschappij zijn legio voorbeelden aan te wijzen waarbij het samenleven tussen twee mensen met gelijke of heel verschillende persoonlijkheden niet werkt en

waarbij complementaire persoonlijkheden uiterst succesvol kunnen zijn. Aangezien organisaties uit mensen bestaan is de veronderstelling dat het samenwerken tussen twee organisaties op eenzelfde gelijke manier verloopt. De 'Cultural Fit' modellen berusten dan ook op het idee dat de mate van compatibiliteit in cultuuraspecten bij een fusie of overname een kritische factor is voor het daaropvolgende integratieproces (Cartwright & Cooper, 1996; David & Singh, 1994; Javidan & House, 2002; Morosini & Singh, 1994).

Op nationaal niveau zijn in het onderzoek van Geert Hofstede (1979,1980) vier dimensies geïdentificeerd die de culturele waardeverschillen in werkpatroon weergeven: 1.) Afstand tot de macht, 2.) Vermijden van onzekerheid, 3.) Individualisme en 4.) Masculiniteit. De vier waardedimensies die het nationale cultuurverschil identificeren hebben ook invloed op beide individuen en organisaties en logischerwijs ook op de integratie tussen deze twee groepen.

Op een kleinere schaal heeft een organisatie ook zijn subcultuur en heersende waardesystemen, de oprichters van een onderneming zijn op zichzelf ook kinderen van een nationale cultuur en zullen de nationale waarden van de oprichters reflecteren in de waarden van de onderneming. Hierdoor is het aannemelijk om naar de subcultuur van het management te kijken (Chatterjee et al, 1992)

Ten eerste worden in veel organisaties het topbestuur gekozen uit een geselecteerde groep die het beste het waardesysteem van de gehele organisatie vertegenwoordigen. Met andere woorden, de subcultuur van het management is een representante van de gehele organisatiecultuur. Ten tweede speelt het topmanagement een belangrijke rol in het vaststellen en vormen van de cultuur in een organisatie (schein, 1985; Deal & Kennedy, 1982), dit houdt in dat de visie van het bestuur doordringt tot in de subcultuur van de overige divisies van de onderneming. Ten derde is het verschil in cultuur op topmanagement niveau rechtstreeks van invloed op de mogelijkheden van winstgevendheid van de fusie (Sales & Mirvis, 1984; Davis, 1968). Tot slot is het belangrijk dat er contact is tussen de groepen van twee verschillende culturen, waarbij het waarschijnlijk is dat dit contact in termen van hoeveelheid en intensiteit het grootst is op topmanagement niveau.

Over het algemeen is er geen consensus over wat de meest belangrijke dimensies zijn van verschillen in cultuur, maar de volgende dimensies hebben in de literatuur aangetoond over een hoge mate van betrouwbaarheid en geldigheid te beschikken.

Cultuur tolerantie, wanneer een kopende onderneming de cultuur van de gekochte onderneming niet tolereert zal het een variëteit aan controlemechanisme gebruiken om de eigen cultuur te handhaven binnen de gekochte onderneming, hierbij ontstaat er een potentieel conflict tussen de twee top management teams (Walter, 1985). Anders gesteld, des te meer de kopende onderneming een multicultuur tolereert, des te minder waarschijnlijk het is dat de kopende onderneming verwacht dat de gekochte onderneming overeenstemt met de eigen doelen, strategieën en administratieve praktijken.

De veronderstelling is dat de verhouding tussen cultural fit en de winstgevendheid van de onderneming geregeld wordt door het niveau van culturele tolerantie. Er is een grotere winstgevendheid in de onderneming als de cultuur verschillen laag zijn en de cultuur tolerantie hoog. De relatie tussen aandeelhouderswaarde en cultuur tolerantie is niet onomstotelijk vastgesteld, echter investeerders op de kapitaalmarkt hechten waarde aan cultuurtolerantie en schalen op basis van deze informatie tezamen met andere informatie de waarde van een fusie in.

De relatieve grootte van een onderneming kan ook de relatie tussen cultuurverschillen en de tolerantie beïnvloeden. Des te groter de kopende onderneming ten opzichte van de gekochte onderneming is, des te moeilijker het voor de managers van de kopende onderneming is om alle aandachtsgebieden van integratie te lokaliseren (Penrose, 1985; Shrivastava, 1986). Daarnaast kunnen de behoeften van de werknemers van de kleine organisatie volledig uit het oog verloren raken of gebagatelliseerd worden, waardoor groepen zich gaan vervreemden en de effectiviteit van de fusie verloren gaat.

Tot slot zijn er volgens de literatuur nog zeven resterende dimensies die van invloed zijn; 1) Innovatie en actiegerichtheid, 2) Risicomijdend gedrag, 3) Soort integratie, 4) Topmanagement contact, 5) Onafhankelijkheid besluitvorming, 6) Prestatiegerichtheid en 7) Beloningsgerichtheid.

Voor verdere onderbouwing van de dimensies is in appendix D3 per item een onderbouwing met sub-items gemaakt om meting mogelijk te maken.

2.3.3.3 Organisational Fit

De resultaten van empirisch onderzoek naar strategische fit laten zien dat er geen consistent beeld is van fusievoordelen die behaald worden tussen related en unrelated business. Verschillende factoren hebben tot deze onduidelijke conclusie geleid, wat er op wijst dat strategische fit op zichzelf niet afdoende is voor het succesvol verlopen van een fusie.

Ten eerste kan de potentiële synergie van de gecombineerde onderneming volgens de analyse in de voorfase overschat zijn. Daarnaast is het besluitvormingsproces in een fusie complex en bevat het tegenstrijdigheden en heeft het last van beperkte toegang tot relevante informatie.

Potentiele synergie kan alleen vertaald worden naar bovengemiddelde performance van de onderneming middels een geslaagde integratie. Maar het samenvoegen van twee organisaties met verschillende manieren van leidinggeven, tradities en achtergronden tot één identiteit, is een moeilijk en tijdrovend proces gebleken en leidt tot een aantal persoonlijke- en groepsconflicten.

Persoonlijke en culturele issues, Cultural Fit en Organisational Fit binnen fusies krijgen in eerste instantie minder aandacht, omdat de focus op strategische fit en financiële aspecten ligt. Dit heeft te maken met issues die binnen Human Resource spelen, die niet makkelijk om te zetten zijn in een

standaard of te kwantificeren al strategische en financiële informatie (Bruno & Bowditch, 1989). Een ander aspect hierbij, is het overschatten van ‘macht hebben’ door het management over het succes van de fusie, waardoor men snel geneigd is de integratie issues op de lange baan te schuiven (Duhaime & Schwenk, 1985). Daarnaast kan een fusieproces volslagen onvoorspelbaar verlopen omdat men niet weet hoe het personeel van twee ondernemingen zich gaan gedragen tijdens een fusie, vooral het personeel dat niet direct betrokken is bij de fusie (Schein, 1991).

Hindernissen die verbonden zijn met integratie van operationele activiteiten, kunnen er voor zorgen dat de integratie van de target onderneming onvoldoende efficiënt gemanaged kan worden door de biedende onderneming (Haspeslagh & Jemison, 1987). Dit is vooral het geval wanneer twee organisaties onverenigbaarheden hebben op het gebied van, managementstijl, beloning- en evaluatiesystemen, organisatiestructuren of organisatieculturen, waarbij in ieder geval de voordelen die bij een fusie horen, teniet worden gedaan.

Managementstijl

De stijl van leidinggeven kan omschreven worden als een element dat onderdeel uitmaakt van het management of de subjectieve cultuur van een organisatie (Bhagat en McQuaid, 1982; Sathe, 1985).

Vanuit de organisatieliteratuur zijn er drie aspecten onderzocht die hier betrekking op hebben:

- De houding van het managementteam ten opzichte van risico's
- De wijze van aanpak in besluitvorming
- De wijze van formaliseren

In principe zijn managementstijlen uniek en verschillen zij sterk per onderneming. Het is dan ook geen uitzondering dat procedures en richtlijnen die voor de ene organisatie roekeloos en extreem riskant zijn, volledig toepasbaar en gerechtvaardigd zijn bij de andere organisatie. Vergelijkbaar hiermee is de tolerantie voor verandering binnen een organisatie, die kan bij de ene groep veel groter zijn dan bij de andere groep.

Ook het topmanagement kan ook sterk verschillen in de benadering van besluitvorming, daar waar sommige bestuurders zich vrijwel uitsluitend laten sturen door gezond verstand, onderbuik gevoel en vuistregels, benadrukken andere sterk geformaliseerde strategische plannen, systemen, marktonderzoeken en andere diverse management technieken. Dit blijkt onder meer ook uit de opvattingen die organisaties hebben over het gewenste niveau van flexibiliteit. Hierbij kan bijvoorbeeld een organisatie geloven in een losse aansturing en open communicatie kanalen terwijl andere organisaties meer de nadruk leggen op een grotere algehele controle in de bedrijfsvoering, overtuigd zijn van gestructureerde communicatiekanalen en goed omschreven functies in acht nemen.

Vergelijkbare verschillen in opvatting zijn er te herkennen binnen het besluitvormingsproces, waarin de graad van participatie een maat is voor het aanmoedigen van ondergeschiktheid in besluitvorming (Vroom & Yetton 1973)

De managementstijl heeft een directe invloed op de performance van de organisatie. Een fusie heeft als eigenschap dat het twee organisaties bij elkaar brengt waarvan de managementstijlen mogelijk gelijk zijn, maar waarvan men uiteindelijk tot de conclusie kan komen dat de onderliggende waarden niet in overeenstemming zijn. In de gevallen waar er een significant verschil zit tussen de management stijlen van twee samengevoegde ondernemingen kan dit leiden tot ‘culturele ambiguity’ (Buono, Bowditch & Lewis, 1985), een situatie die zich kenmerkt door onzekerheid welke stijl of cultuur zal gaan overheersen. Doorgaans zal de grootste onderneming zijn stijl opleggen aan de kleinere organisatie wat kan leiden tot een verlies in identiteit van de kleinere organisatie. Dit resulteert in een toename van angst, wantrouwen en conflicten met als hoogtepunt een stilstand in de synergie met dalende productiviteit en slechte overall performance (Ivancevich, Schweiger & Power, 1987).

De mate waarin het verschil in managementstijl impact heeft op de performance van de onderneming kan variëren, afhankelijk van het vereiste niveau van interactie tussen twee management groepen. Overeenkomstig is dat het conflict potentieel tussen twee stijlen het grootst is bij een aanzienlijke integratie van operationele activiteiten, gegeven dat deze integratie stevast betrekking heeft op een hoger niveau van interactie tussen leidinggevende (Marks, 1982). Hierbij is het moeilijk om de vereiste samenwerking te krijgen om het integratie proces te managen als er grote verschillen in management stijlen bestaan. Dit zorgt er voor dat er niet alleen maar meer conflicten ontstaan die niet kunnen worden opgelost, maar ook dat het moeilijker wordt om de integratie van operationele activiteiten te coördineren met de kans dat verschillen in managementstijl in verhouding groter worden dan de mate waarin verwacht wordt dat twee ondernemingen elkaars activiteiten versterken.

Aan de andere kant door het beperken van conflicten zal dit mogelijk leiden tot een beperking in de effectieve samenwerking tussen twee management groepen om doelstellingen binnen een fusie te behalen. Te stellen is dat twee organisaties met verschillende managementstijlen in bepaalde gevallen effectief met elkaar kunnen samenwerken als er een lagere graad van interactie gewenst is binnen de fusie. De (gekozen) afstand die zich tussen twee organisaties bevindt, is een kenmerk voor het bij elkaar passen van de organisaties.

Beloning- en evaluatiesystemen

Het beloning en evaluatiesysteem wordt op grote schaal als een van de belangrijkste componenten van een organisatiestructuur beschouwd (Galbraith, 1977, Kerr, 1982, Murthy & Salter, 1973; Napier & Smith, 1987). Deze systemen definiëren de voorwaarden van omgang tussen individuen en organisaties, waarbij zij sterk significant verschillen per organisatie op basis van markt- of industrie

karakteristieken en de soort strategie (Balkin & Gomez-Meija, 1990; Govindarajan & Fisher, 1990; Kerr, 1985; Lorsch & Allen, 1973; Pitts, 1974; Salter, 1973).

Volgens de studie van Lorsch & Allen (1973), zitten er tussen verticale en horizontale integraties, significante verschillen in de criteria die worden gehanteerd bij het evalueren van de managementperformance. Gediversifieerde conglomeraten leggen meer de nadruk op het eindresultaat in de criteria ter beoordeling van het management, terwijl geïntegreerde ondernemingen specifiek gebruik maken van een combinatie van tussentijdse resultaten en eindresultaten. Uit het onderzoek van Pitts (1974) is naar voren gekomen dat er een variatie bestaat in de beloning- en evaluatiesystemen tussen gediversifieerde ondernemingen door fusies en ondernemingen met een interne expansie.

Samengevat heeft de samenstelling van een samenwerking tussen twee organisaties in hoge mate invloed op het model van evaluatie en beloning.

In de strategie literatuur is gesteld dat het effectief invoeren van een strategie en daarmee de performance, significant beïnvloed wordt door de keuze in controle systemen. Dit geeft het belang weer van fit tussen de strategie en controle systemen, gezien het feit dat de beloning- en evaluatiesysteem een cruciaal onderdeel is binnen het besturingssysteem, waardoor men redelijkerwijs kan verwachten dat de keuze van het beloningssysteem een belangrijke determinant is voor de prestaties tijdens een fusie. Logischerwijs zorgen overeenkomsten in het belonings- en evaluatiesysteem voor een betere integratie van systemen.

De verschillen in beloning- en evaluatie systemen ontstaan uit een aantal factoren. Dit zijn onder andere evaluatie criteria die gerelateerd zijn aan: de tijdsperiode van observatie, de gebruikte index om performance te meten en het type indicator dat in het evaluatie proces wordt gebruikt. In aanvulling hierop kan de vorm van verrekening van compensaties belangrijk zijn.

Het systeem van bonussen en incentives kan sterk per onderneming verschillen. Managers in een omgeving met veel ondernemerschap zijn gewend aan prestatiebonussen met een hefboomwerking en zullen het moeilijk vinden om tijdens een fusie over te schakelen naar een meer bureaucratische vorm (Hayes, 1979). Dit komt omdat het beloning- en evaluatie systeem een van de belangrijkste instrumenten van het versterken van een organisatiecultuur is (Kerr & Slocum, 1987). Het aanbrengen van wijzigingen in een bestaand systeem ten gevolge van een fusie, kan tot heftige reacties leiden. Zelfs speculaties over op welke wijze het systeem kan worden veranderd, is voldoende om spanningen en conflicten te veroorzaken die leiden tot een onbevredigend integratieproces.

Het wel of niet accepteren van een systeem van de andere organisatie komt voort uit twee krachten: *verdediging* en *arrogantie*.

De verdedigende houding vloeit voort uit de onbekendheid met de procedures van beide organisaties en de arrogantie is vaak het resultaat van een verkeerd geloof onder de organisaties in vormen van dat het ene systeem beter is dan de andere en daarom geformaliseerd moet worden in het fusiebedrijf.

Het gebruiken van een succesvol systeem uit de ene organisatie in de andere organisatie kan er toe leiden dat het systeem geen succesvolle uitwerking heeft in de andere.

De impact van verschillen in beloning – en evaluatiesystemen op de performance zal meer uitgesproken zijn in mate van vereiste integratie van operationele activiteiten binnen een fusie. In die gevallen waar een groot verschil bestaat in beloning- en evaluatie systemen, waarbij de verschillen na de fusie gehandhaafd blijven, kan een groot moraal probleem ontstaan onder de managers door een minderwaardig ervaren systeem. Hierbij is het dan noodzakelijk om de verschillen op te sporen en op te lossen en een uniformiteit aan te brengen in de beloning en evaluatiestructuur, zelfs al leidt dit tot significante uitgaven.

Op hoofdlijn valt te concluderen dat significant grote verschillen in beloning en evaluatiesystemen tussen fusiebedrijven, waarbij een grote graad van integratie vereist is, een negatieve invloed uitoefenen op de performance van de onderneming.

Kernwaarden, overtuigingen en filosofie

Bij de kernwaarden, overtuigingen en filosofie kijken we naar de beleden waarden binnen de onderneming. De beleden waarden van een onderneming zijn die waarden die de organisatie uitdraagt of die door de senior managers aan de organisatie in publieke verklaringen toegeschreven worden, zoals in jaarverslagen. Deze waarden kunnen het verschil tussen de strategie en de gedragingen in de organisatie weerspiegelen, maar in de meeste gevallen weerspiegelen zij het beeld van de senior manager zoals hij/zij de organisatie graag er uit wil laten zien, of hoe zij de organisatie door de belangrijkste stakeholders wil laten ervaren (Kabanoff & Daly, 2002). Het voornaamste punt is dat, ongeacht of de overtuigingen van een bedrijf overeenkomen met de werkelijke waarden, waarden die topmanagers nastreven of waarden die het projecteert, de ondernemingen die significant verschillen in de waarden die zij omarmen, hiervan gevolgen ondervinden in onderlinge fit bij een fusie.

Binnen een fusie is te verwachten dat verschillen in *values* tussen twee ondernemingen tot, negatieve consequenties leidt voor de performance van de hieruit voortvloeiende organisatie. Volgens Klimoski en Mohammed (1994) heeft het gebrek aan gedeelde values of uitgangspunten in een collectief een negatieve invloed op de snelheid van besluitvorming, een remmende werking in het oplossen van problemen en coördinerend optreden, en vormt het een belemmering in het leren. Aanvullend blijkt dat value consensus op group level een bindende werking tot gevolg heeft en dat verschillen in values afbreuk doen aan dit effect. Dit betekent dat in het geval individuen van de ene organisatie constateren dat de eigen waarden totaal verschillen van de andere organisatie, men eerder geneigd is om de organisatie te verlaten waarbij zij waardevolle kennis meenemen.

Te stellen valt dat een integratieproces tussen twee ondernemingen vloeiender zal verlopen als de twee ondernemingen aan elkaar verwant zijn en beide partijen gericht zijn op welke waarden belangrijk zijn

voor het laten draaien van een organisatie, gegeven het feit dat de aandacht tussen zorg voor werknemers en aandacht voor productie een fundamentele kwestie is.

Het meten van de verschillen in waarden van een organisatie gebeurt langs twee brede dimensies: de aandacht voor werknemers en de aandacht voor productie. Het onderscheid tussen de taak en het persoon is een van de meest consistente onderscheidende dimensie van gedrag binnen organisaties (Polley, 1987).

De taakgerichtheid is herkenbaar volgens drie kernwaarden: detail, stabiliteit en innovatie. Het detail beschrijft een organisatie waar de nadruk ligt op het hanteren van de normen en waarden met een sterke affiniteit met juistheid en nauwkeurigheid. De stabiliteit omschrijft een organisatie op basis van normen van voorspelbaarheid en regel-oriëntatie, en innovatie omschrijft een organisatie in zijn omgang met risico's, de respons op nieuwe mogelijkheden en of het experimenteel of voorzichtig is.

Binnen interpersonal relationship vallen de normen die betrekking hebben op teamgerichtheid en respect voor mensen. De team oriëntatie is gericht op het samenwerken, de mate van teamvorming binnen een organisatie en de graad van tolerantie en eerlijkheid binnen zijn een weergave van respect voor mensen.

Naast de taakgerichtheid en interpersonal relationship is het individuele gedrag binnen een organisatie een weergave van het nastreven van doelstellingen en prestaties waarin het verkrijgen van uitkomsten en agressiviteit als onderliggende waarden gelden.

2.3.3.4 Geografische Fit

Wanneer organisaties met een wereldwijde vertakking en een verspreid scala aan strategische activiteiten willen gaan samenwerken, heeft dit tot gevolg dat er in hoge mate aandacht besteed dient te worden aan hoe organisaties de flow aan informatie en materialen in de supply chain coördineren. De nadruk hierbij ligt op de fit tussen logistieke capaciteit en de structuur van de supply chain van beide organisaties.

De structuur van de supply chain verwijst naar de verdeling in taak, gezag, en coördinatiemechanismen tussen de verschillende ondernemingen. Omdat de supply chain belast is met de coördinatie, het vervoer en opslag van fysieke items, zijn de geografische karakteristieken van invloed op wijze waarop de supply chain wordt gecoördineerd. Dit maakt dat de structuur van de supply chain door twee voornaamste factoren wordt bepaald. Ten eerste de geografische spreiding van de supply chain, wat inhoudelijk neer komt op de geografische omvang van de locaties van de toeleveranciers, productiefaciliteiten, distributeurs en klanten in de supply chain. Ten tweede de classificatie van de wijze waarop de supply- en distributiekkanalen van de onderneming bestuurd worden, als een netwerk, hiërarchisch of marktmodel, ook wel Channel Governance genoemd.

Geografische spreiding

De geografische spreiding verwijst naar de omvang waarin de leveranciers, productiefaciliteiten, distributeurs en klanten binnen de supply chain van de onderneming over een groot geografisch gebied gevestigd zijn. Volgens Kotha en Orne (1989) maakt de geografische productie-omvang en geografische markt focus, onderdeel uit van een generieke productiestrategie die een onderneming voert. Het vestigen van productiefaciliteiten op sterk uiteenlopende geografisch locaties, inkoop van materialen of componenten in sterk verspreide geografische locaties, en het bedienen van klanten over wijd verspreide geografische locaties, kan daarom gezien worden als een element van de supply chain structuur die het resultaat is van keuzes om aan strategische doelen te voldoen. Een onderneming met een hoog niveau van geografische verspreiding vertoont een laag aandeel van supply chain-eenheden binnen iedere individuele geografische regio, omgekeerd vertoont een laag niveau van geografische spreiding een groot aandeel van supply chain-eenheden in één specifieke regio en een gering aandeel in andere regio's.

Er zijn drie redenen waarom geografische spreiding een bepalende dimensie is voor de structuur van de supply chain. Als eerste beïnvloedt de geografische spreiding op welke wijze taken binnen de productiemaatschappij worden toegewezen. In de tweede plaats heeft de graad waarin de supply chain geografisch is geconcentreerd of verspreid een significante effect op de besluitvorming en coördinatie binnen de onderneming. En ten derde is de geografische spreiding een weergave van een ontwikkeling in locaties voor productiefaciliteiten binnen verschillende markten over de hele wereld.

Fundamenteel gezien heeft de coördinatie van de supply chain direct betrekking op het fysiek verplaatsen van producten van de ene locatie naar de andere en des te groter de afstanden en een groter aantal van gescheiden componenten van de supply chain binnen een fusie des te meer implicaties dit heeft voor het management van de supply chain en de vervolmaking van de fusie.

Channel Governance

Binnen Channel Governance worden drie hoofd configuraties onderscheiden; netwerken, hiërarchieën en markten. Langs deze configuraties worden fusiebedrijven onderling met elkaar vergeleken.

Hierin is verticale integratie de mate waarin de onderneming eigenaar is van de fasen in de supply chain van grondstof tot distributie. De tweede dimensie die een rol speelt is de aard van de relaties of onderlinge verbindingen tussen de leden van de supply chain die gekenmerkt worden door een aantal verschillende eigenschappen. De samenwerking tussen toeleveranciers en klanten in een fusie is een eigenschap (Pilling en Zhang, 1992; Heide & Miner, 1992; Landry et al., 1998). De mate waarin bedrijven in een netwerk relatie informatie delen over de productie processen, technologie, of kosten is een ander (Heide en Miner, 1992; Smeltzer, 1997; Pilling en Zhang, 1992; Mohr & Sohi, 1995; Heide & John, 1992). Onderlinge afhankelijkheid verwijst naar de mate waarin het succes van elke onderneming in de relatie afhankelijk is van de acties van de andere bedrijven (Larson, 1992; Johnson,

1999; Pilling en Zhang, 1992). Tijd horizon heeft betrekking op of transacties eenmalig of voortdurend zijn (Johnson, 1999, Heide en Miner, 1992). Formaliteit is de mate waarin transacties tussen bedrijven beheerst worden door formele of informele regelingen (Mohr & Sohi, 1995; Fram, 1995; Mudambi & Helper, 1998; Dahlstrom et al., 1996). En als laatste de leverancier-klant relatie kan worden gekarakteriseerd door de mate van flexibiliteit tussen de twee organisaties (Johnson, 1999; Heide en Miner, 1992; Heide en John, 1992; Dahlstrom et al., 1996).

Naast de klassieke opvattingen, is in een nieuw perspectief meer aandacht voor interorganisatiele systemen, waarin geavanceerde informatiesystemen gescheiden organisaties verbind (Kumar & Dissel, 1996; Samli et al., 1998). Onderzoek heeft aangetoond dat informatietechnologie een belangrijke bijdrage levert aan de samenwerking tussen ondernemingen, mede door het groeperen van leveranciers en klanten die zich in een georganiseerd netwerk gaan begeven. Verondersteld kan worden dat de aanwezigheid van een geavanceerd informatiesysteem binnen fusiepartijen erg belangrijk is om transformatie processen in gang te zetten die nodig zijn om een effectief netwerk op te bouwen, waarbij een effectief netwerk een positieve schakel vormt voor het integratie proces tussen twee ondernemingen.

In een marktconfiguratie zijn de onderlinge verbanden tussen leveranciers en klanten zwak en het niveau van verticale integratie is laag. Binnen een netwerkconfiguratie bestaan er juist sterke verbanden tussen klanten en leveranciers en is de verticale integratie laag. En tot slot bij een hiërarchische configuratie is de verticale integratie en de verbindingen in de supply chain groot.

De logistieke capaciteit heeft traditioneel betrekking op het proces van planning, uitvoering en controle van de efficiënte doorstroming, opslag van goederen, diensten en gerelateerde informatie vanaf het punt van herkomst tot het punt van consumptie. Bij de logistieke capaciteit en integratie gaat het om de specifieke logistieke vaardigheden, ofwel operationele activiteiten die de flow van goederen van leveranciers naar klanten door de waardeketen coördineren.

De logistieke integratie kan beschreven worden volgens twee dimensies; intern en extern.

Bij interne logistieke integratie gaat het om integratie binnen de organisatie die over functionele grenzen heen gaat. Er is een toename van integratie van logistieke activiteiten binnen de onderneming, waarbij de stappen die genomen worden vaak overwegend kostenbesparingen als achtergrond hebben. De nadruk ligt op het gebruik van een geïntegreerd systeem en minder op het optimaliseren van sub-systemen.

Een hoge niveau van interne logistieke integratie binnen een onderneming leidt tot een toename in coördinatie van logistieke activiteiten met andere afdelingen aan de hand van meer elektronische communicatie en interpersoonlijk contact tussen mensen, het benadrukt het belang van logistiek in de

overall bedrijfsvoering en zorgt voor vervaging van formele grenzen tussen de logistiek en andere afdelingen binnen de onderneming (McGinnis & Kohn, 1990).

Verondersteld kan worden dat bij ondernemingen met hoge interne integratie van logistieke activiteiten er sprake is van een geëigende format die zich ten tijde van een fusie minder compatible maakt en dit des te meer implicaties heeft voor het management van de supply chain en de vervolmaking van de fusie.

Bij externe logistieke integratie gaat het om de integratie van logistieke activiteiten buiten de ondernemingsgrens. De onderneming gaat de gehele supply chain als een competitieve eenheid beschouwen (Greiss & Kasarda, 1997). De omvattende supply chain moet dan als een cohesieve identiteit opereren en omschakelen van een verzameling van ongerelateerde- naar een set van productieve ondernemingen.

Externe integratie kan worden weergegeven in de omvang waarin de interne logistieke activiteiten van een onderneming geïntegreerd zijn met de logistieke activiteiten van zijn leveranciers en klanten.

Een hoog niveau van externe integratie omvat; 1) een verhoogde logistiek gerelateerde communicatie, computers en interpersoonlijk, tussen leveranciers en klanten; 2) grotere coördinatie van logistieke activiteiten met de leveranciers en klanten; 3) meer vervaging in het onderscheid tussen de logistiek van de onderneming en de leveranciers en klanten.

Verondersteld kan worden dat bij ondernemingen met een hoge externe logistieke integratie tijdens een fusie er minder logistieke problemen verwacht worden, in die zin dat er sprake is van een logistieke format binnen een bedrijfstak die zich richt naar de onderneming.

2.3.4 Langetermijndoelstelling

De interesse onder managers en aandeelhouders kunnen bij de introductie van een belangrijke investering met een lange doorlooptijd onderling sterk divergeren (Mikkelson & Ruback, 1985). Deze vorm van uiteenlopende visie wordt in de literatuur ook wel het horizonprobleem genoemd (Narayanan, 1985)

Het probleem baseert zich op het feit dat managers zich richten op winst op korte termijn ten koste van de winstgevendheid op lange termijn. Een dergelijke korte-termijn vooroordeel wordt nog versterkt door de beloningssystemen waarbij de bonussen gebaseerd zijn op de jaarlijkse winstresultaten. Aangezien de beloningen afhankelijk zijn van de korte termijn prestaties worden managers quick profit gericht en komen ze in de verleiding om activa te verkopen die op de korte termijn tot verliezen leiden ongeacht het potentieel op de langere termijn.

Aan de andere kant, als bedrijven op de lange termijn prestaties plannen, wordt de besluitvorming horizon van de manager verlengd ten minste drie tot zes jaar, omdat alle prestatieplan compensatie

wordt uitgesteld tot het einde van de award periode en de vergoeding vervalt als de manager de onderneming verlaat tijdens de award periode. Deze plannen leiden tot hogere inspanning (Larcker, 1983), en aandeelhouders beter kunnen de inspanningen van de managers identificeren en beoordelen (Holmstrom 1979). Daarom, hoe langer de duur van het contract van een manager, hoe groter de kans dat hij of zij beslissingen nemen in overeenstemming met de aandeelhouders op de lange termijn belangen.

Kenmerkend voor de organisatie is enerzijds hoe de beloningsstructuur tijdens de integratie periode is ingericht en toegespitst is op de langere termijn. Anderzijds is het kenmerkend voor een organisatie die een langetermijnvisie volgt dat er een consistentie in de strategie aanwezig is en dat de visie er op gericht is om de integratie op z'n plek te laten vallen en de managers hier naar te laten handelen.

Op het moment van aankondigen doet de onderneming uitspraken over de langere termijn, de toets die hierbij gedaan kan worden is of de onderneming drie jaar na de fusie daadwerkelijk zijn doestellingen heeft behaald en gedurende deze drie jaar consistent aan heeft gewerkt.

Het richten van de doelstellingen in de organisatie en het voldoen aan deze doelstellingen kan gezien worden als een succesfactor binnen een fusie.

2.3.5 Winstgevendheid (value creation)

Zodra twee ondernemingen fuseren streven zij het doel na om alle winstgevende mogelijkheden te exploiteren. Hierbij geldt dat wanneer markten goed werken, de waarde van de gehele onderneming ongeveer gelijk zal zijn aan de waarde van de twee afzonderlijke delen.

Om de economische performance van een onderneming te meten ten gevolge van een fusie, zijn er een aantal gebruikelijke prestatie indicatoren (Healy et al, 1997):

- Growth in market value
- Revenu growth
- Earnings per share (EPS)
- Shareholder return
- Cashflow (CF)

De performance indicatoren geven aan of een organisatie in staat is om de business activiteiten af te stemmen op de strategie en te monitoren op gestelde strategische doelen op de langere termijn (Kennerley & Neely, 2003). Prestatiemetingen zijn nodig om de missie en de visie van een organisatie te verduidelijken en helpt bij het behalen van strategieën door meetbare doelstellingen, waardoor de vooruitgang meetbaar is en zorgt voor het begrijpen van resultaten. Met de indicatoren is de vooruitgang van de organisatie meetbaar.

Growth in market value

De huidige marktwaarde van een onderneming is de som van de marktwaarde van alle debts en equity van een onderneming. Waarbij de equity de prijs van het aandeel is maal het aantal aandelen en de waarde van de debts bepaald kan worden uit de present value van debt cash flows. Hierin is de marktprijs van het aandeel van een onderneming de prijs waartegen kopers en verkopers de assets van een onderneming willen verhandelen. In deze marktprijs van het aandeel zitten onder andere alle mogelijke objectieven over toekomstige cash flows en informatie van de onderneming die de markt kan vergaren.

Fundamenteel gezien wanneer twee ondernemingen samengevoegd worden, beschikt de onderneming over een grotere hoeveelheid assets, zoals “property plant and equipment” en de “intangible assets” zoals de patenten, klanten lijsten en know how van werknemers. Van hieruit is de verwachting dat door de toename in het volume de onderneming in staat moet zijn om een groei in revenues en cashflow te realiseren, en tegemoet te komen aan de verwachtingen van de aandeelhouders.

De groei van een onderneming is belangrijke informatie en met het uitgangspunt dat de markt efficiënt informatie werkt verwerkt in de prijs van het aandeel is het in staat om hieraan de juiste waarde toe te kennen.

De Growth van een onderneming kan beschouwd worden als een overall performance indicator en beïnvloed de shareholder value (Varaiya, Kerin & Weeks, 1987).

Tegenover de waarde van de markt staat de intrinsieke waarde van de onderneming. Hierbij is de intrinsieke waarde van de onderneming gebaseerd op de historische kosten van de onderneming zoals die in de boeken staan en zijn hierin geen economische vooruitzichten meegenomen, waardoor het sporadisch voorkomt dat de intrinsieke waarde van de onderneming gelijk of groter is dan de marktwaarde.

De groei in de huidige marktprijs van het aandeel van een onderneming is dan ook een belangrijk externe indicator voor hoe de performance van de onderneming en hoe gezond het is (Koller, Goedhart & Wessels, 2005).

Growth in revenues

Het aangaan van een fusie heeft tot gevolg dat een gecombineerde onderneming een grotere omzet kan genereren dan twee losse ondernemingen. Fusie strategieën zijn dan ook een ideaal middel om een momentum in revenues te creëren. De verbetering in revenues bij een fusie kan voortkomen uit drie basis voordelen:

- 1) Marketing voordeel
- 2) Strategisch voordeel
- 3) Marktdominantie

Bij marketing voordeel kunnen verbeteringen behaald worden in; a) het verder uitnutten van media programma's en reclamecampagnes, b) een zwak distributienetwerk, c) onevenwichtige product mix.

Strategisch voordeel valt te behalen bij het betreden van nieuwe markten, en door het aangaan van een fusie verlaagd de competitie waardoor prijzen kunnen stijgen en een monopolypositie gecreëerd kan worden.

De focus op de 'growth in revenues' kan een beter beeld geven dan de focus 'profit' van hoe de onderneming presteert, omdat in sommige industrieën zoals biotechnologie, computer en software de winsten sterk gedrukt worden door hoge R&D uitgaven, nieuwe product introducties, tijdelijke kosten die spelen bij oprichting van een onderneming.

Earnings per share

De EPS is een indicator voor de huidige en toekomstige winstgevendheid van een onderneming en is een van de belangrijkste variabele in het bepalen van de waarde van het aandeel van een onderneming. Een daling in EPS is een *dilution* en een toename in EPS is een *accretion*. De fusie die weinig *dilution* of meer *accretion* oplevert kan als attractief beschouwd worden.

Met EPS is per jaar een snelle indruk te krijgen of een fusie positief doorwerkt in de onderneming door de groei in EPS te meten. Daarnaast kan EPS gebruikt worden om ondernemingen met elkaar te vergelijken, hierbij is het wel noodzakelijk om EPS in combinatie met ROA te gebruiken omdat een stijging in EPS voor beide ondernemingen kan ontstaan uit een verschillend gebruik van assets. De ene onderneming heeft veel meer middelen nodig om een stijging in EPS te genereren dan de andere onderneming met een gelijk soort stijging.

De EPS voor de gecombineerde onderneming bestaat uit de som van de 'net incomes' van beide ondernemingen, min de winstuitkeringen op aandelen zonder stemrecht, te delen door het gemiddelde aantal uitstaande aandelen na de fusie.

$$\text{EPS} = (\text{Net Income} - \text{Dividends on Preferred Stock}) / \text{Average Outstanding Shares} \quad (1)$$

Shareholder return

Een volgende stap in de beoordeling van de performance van een onderneming ten gevolge van een fusie is het analyseren van de prijsperformance van het aandeel, waarbij de performance in de aandelenmarkt gezien wordt als een externe evaluatie van de gezondheid van een onderneming.

De meest gebruikelijke manier om de aandelenperformance te bepalen is om de Total Return to Shareholders (TRS) over een tijdsperiode te meten. Waarbij TRS bepaald wordt uit de netto wijziging van het aandeel plus dividend over een gegeven periode.

$$\text{TRS} = \text{Dividend} + \text{Share Price Appreciation} \quad (2)$$

De netto wijziging in het aandeel en het dividend worden gedreven door een overschot aan cash. De mogelijkheid voor een onderneming om zijn prijs van het aandeel op te drijven hangt af van het vermogen om consistent een overschot aan cash te genereren ook in de toekomst.

Cash Flow

De meest realistische kijk op de economische situatie van de onderneming is de focus op het vermogen van de onderneming om cash flows te genereren. Het genereren van cash flow binnen een onderneming is de basis om te kunnen bestaan en te concurreren met de omgeving.

Door de fusie beschikt de onderneming over een grote hoeveelheid assets en skills en door de toename in het volume van de onderneming is de verwachting dat het in staat moet zijn om een groei in cashflow te realiseren.

Volgens de 'Free Cash Flow Theory of Takeovers' van Michael C. Jensen (1987) neemt de waarde van het aandeel toe bij een toename van Free Cash Flow in de onderneming en neemt de waarde af van het aandeel bij een afname in Free Cash Flow. Volgens de theorie is er een statistisch verband tussen de payouts van Free Cash Flow en future Cash Flow met het behalen van returns die significant verschillen van nul. Daarnaast is er een voorspelling in de theorie dat wanneer er geen veranderingen zijn in de payout van future Cash Flows dit geassocieerd wordt met returns die in mindere mate significant verschillen van nul.

Van hieruit valt te veronderstellen dat growth in Cash Flow een indicator is voor het rendement van een fusie.

2.3.6 Synergie effecten

We nemen aan dat fusies principieel ondernomen worden om echte veranderingen aan te brengen om bij voorbeeld een toename in winsten te behalen door het marktaandeel van de onderneming te vergroten of door kosten reductie (Mueller, 1980:29). Het primaire doel is in ieder geval een verbetering aan te brengen in de performance van de beide ondernemingen. Deze economische verbetering komt voort uit synergie-effecten. Synergie kan omschreven worden als de waardecreatie van een fusie of overname. Als de waarde van het gecombineerde bedrijf groter is dan de som van de waarde van het verwervende bedrijf en de waarde van het overgenomen bedrijf, dan heeft de fusie of overname waarde gecreëerd en is er sprake van synergie effecten (Anju Seth, 1990).

De bronnen van synergie hangen af van de strategie en capaciteit van de onderneming, grofweg zijn er een aantal meetbare vormen:

- 1) De synergie die ontstaat uit het combineren van assets en activiteiten waarvan de uitbetalingen redelijk voorspelbaar zijn en cash flow genereren.
- 2) Asset reductie synergie. Het combineren van ondernemingen staat het verwijderen van overbodige assets toe, zoals vrijstaand onroerend goed, het reduceren van hoofdkantoren, overbodige productie capaciteit, overtollige voorraden, debiteuren of liquide middelen. Deze vorm leidt tot directe economische voordelen, maar zijn in mindere mate terugkerend in de tijd.
- 3) De verbetering in revenues. Als de gecombineerde onderneming meer omzet genereert dan de twee ondernemingen afzonderlijk. Deze verbetering in revenues worden beoogd behaald te worden uit; cross-selling ten gevolge van de verkoopkracht van beide ondernemingen, of door cross-branding tussen de merken van beide ondernemingen. Deze vorm leidt tot meer verkoop van producten en nieuwe klanten.
- 4) Synergie uit kostenreductie. Bronnen van kostenreductie omvatten schaalvoordelen die ontstaan uit; 1) Een hogere bezettingsgraad van de productielijnen, 2) Grotere inkoopkracht door bundeling van volume, 3) Wegvallen van intermediairs in de supply chain, 4) Verbeteringen in logistiek en distributie, 5) Het overhevelen van technologie en know how. De markt is over het algemeen redelijk overtuigd van kosten reductie als fusie motief.
- 5) Synergie uit belasting reductie. Een fusie kan tot twee vormen van belasting synergie leiden. Ten eerste voordelen die ontstaan door fiscale afschrijvingen die tijdens de start-up fase fiscaal zijn toegestaan. En ten tweede, de belastingtechnische ruimte benutten in het doorschuiven van verliezen in de onderneming, om belasting verplichtingen te drukken. Bij een goede winstgevende onderneming zullen de belasting drempels volledig benut worden.
- 6) Financiering synergie. Het gebruik van rentedragende leningen om een onderneming te financieren kan tot een reductie van het betalen van belasting leiden. Dit moet in een gezonde verhouding in de onderneming aanwezig zijn, want te veel schulden in de onderneming vernietigen waarde. Het overnemen van een overgefinancierde onderneming kan leiden tot een gezondere verhouding van gefinancierd kapitaal, waardoor er mogelijkheden voor het creëren van waarde ontstaan.

Bij diversificatie is er een combinatie van twee cash flows tot één single cash flow met een gereduceerd risico profiel ten opzichte van twee afzonderlijke kasstromen. De reductie van het risico per verkochte unit maakt de onderneming sterk en aantrekkelijker voor investeerders, waardoor het goedkoper kan lenen.

- 7) Synergie uit optionele groeimogelijkheden. Deze ontstaan uit de combinatie van resources die de rechten opleveren om voordeel te behalen, maar niet een verplichting zijn. Voorbeelden hiervan zijn R&D vaardigheden, de combinatie van resources die licenties opleveren om

nieuwe makten te mogen betreden, huurovereenkomsten op land en mineralen, en toegang tot een basis netwerk van informatie.

- 8) Exit options. Het maakt een onderneming minder afhankelijk en geeft de onderneming de mogelijkheid met de gecombineerde resources nieuwe paden in te slaan om in te spelen op nieuwe marktcondities.
- 9) Opties om een nieuwe technologische investering uit te stellen, of om een nieuwe markt te betreden.
- 10) Opties om de operating schaal te vergroten of te verkleinen. Door een fusie heeft gecombineerde onderneming de mogelijkheid om een markt sneller te benaderen of te verlaten.
- 11) Optie om te switchen. Hierbij heeft de onderneming de mogelijkheid om de mix van input of output, of zijn processen te wijzigen.

Om de economische performance van een onderneming ten gevolge van een fusie te meten, zijn er een aantal gebruikelijke prestatie indicatoren:

- Return on Assets (ROA)
- Return on Investment (ROI)
- Return On Capital employed (ROCE)
- Return On Sales (ROS)

Return on Assets (ROA)

De ratio van het return on assets is een indicator voor het succesvol en efficiënt omgaan van assets door de onderneming om earnings te genereren, onafhankelijk van de financiering hiervan.

De ROA wordt bepaald uit:

$$ROA = \text{Net income} / \text{Total Asset} \quad (1)$$

De ROA is verschillend per industrie en door de tijd. Ondernemingen beschikken over een verschillend mix van vaste- en variabele kosten in de kosten structuur. Zodra de verkopen zakken of stijgen van een onderneming met een vaste kostenstructuur, dit zijn doorgaans de ondernemingen in de olie-, gas- en glasindustrie, zal de ROA sterk fluctueren.

Daarnaast is er een tweede verklaring voor de verandering in ROA . Gedurende een groeifase van de onderneming, bijvoorbeeld ten gevolge van een fusie, is de onderneming gericht op product- en marktontwikkelingen en het zo goed mogelijk benutten van zijn beschikbare capaciteit, waardoor de ROA een groei doormaakt en het maximale niveau bereikt als de fusie op een volmaakt niveau zit.

Return on investment(ROI)

De return on investment is eigenlijk een weergave van een kasstroom ten gevolge van een ondernomen actie door de organisatie, waarbij het rendement van de actie afgezet wordt tegen de kosten. De mate waarin het fusiebedrijf effectief en efficiënt is ingericht na de fusie, komt tot uiting zijn ROI, waarbij de investering die het doet, in de loop van de tijd cash flow zal moet genereren.

Tevens is de weergave van zijn hoge kosten een mogelijk signaal voor de leverage van de onderneming.

De ROI wordt bepaald uit:

$$ROI = (\text{Gains from investment} - \text{Cost of Investment}) / \text{Cost of Investment} \quad (2)$$

Bij een fusie die een balans in zijn kostenstructuur heeft en operationeel efficiënter is, valt een stijgende positieve ROI waar te nemen.

Return On Capital Employed (ROCE)

De Return On Capital Employed is een maatstaf voor hoe efficiënt de onderneming omgaat met de hoeveelheid debt en equity binnen de onderneming om revenues te genereren.

Hierbij is het voor een onderneming die in business wil blijven op de lange termijn noodzakelijk dat het percentage Return On Capital hoger is dan zijn kosten van het kapitaal (WACC), anders ontstaat er op de langere termijn een daling in het toevoegen van waarde in de onderneming.

Wanneer een onderneming een lage ROCE heeft, betekent dit dat het de resources inefficiënt gebruikt, zelfs wanneer de profit margins hoog zijn.

De ROCE wordt bepaald uit :

$$EBIT = EBIT / (\text{Total Assets} - \text{Current Liabilities}) \quad (3)$$

Return On Sales (ROS)

De Return on Sales (ROS) is een weergave van hoe efficiënt de onderneming met de sales inkomsten omgaat. Het is dan ook een weergave van het vermogen om kosten en overhead te managen en een graad van operationele effectiviteit. Tevens is het een weergave van het vermogen van de onderneming om te gaan met sterke prijs dalingen, kosten stijgingen of afnemende verkopen.

Des te hoger het percentage ROS des te beter de kosten structuur van de onderneming.

De ROS wordt bepaald uit:

$$\text{ROS} = \text{Net Income (before interest and tax)} / \text{Sales} \quad (4)$$

2.3.7 Positie werknemers

Employment turnover

Doorgaans staan fusies niet populair te boek als het gaat om de behoud van werkgelegenheid. Dit heeft te maken met het hoge percentage van mislukte fusies die in de publiciteit zijn gekomen en de bijbehorende verschillende perspectieven van waaruit een fusie wordt ondernomen.

Bij een zuivere fusie zou er meer welvaart moeten ontstaan binnen de onderneming die ook ten deel valt aan de werknemers. Hierbij kan het vervangen van het huidige management door een nieuw effectiever management leiden tot meer werkgelegenheid, dit is voornamelijk aanwezig als het management beschikt over een bredere toegang tot kapitale markten (Brown & Medoff, 1987)

Een ander aspect is de verslechtering van de werkomstandigheden van de werknemers. Zodra er ten gevolge van de fusie veel vreemd kapitaal in de onderneming komt, zijn de financiële middelen schaars, waardoor er meer prestaties van de werknemers wordt verlangd wat kan leiden tot een vertrek van werknemers.

Daarnaast kan door een te sterk verschil in cultuur een verstoring in de dagelijkse operationele werkzaamheden optreden, waarbij de daadkracht afneemt en sleutel figuren uiteindelijk opstappen.

Om de doorstroom van werknemers gedurende een periode in een onderneming te meten wordt gebruik gemaakt van de employment turnover.

De term employment turnover is gedefinieerd door Price (1977), hierbij is de ratio gegeven door het aantal werknemer die de onderneming gedurende een gegeven periode hebben verlaten, gedeeld door het gemiddelde aantal werknemers gedurende die periode.

Een hoge graad in turnover heeft een significante invloed op de winstgevendheid van de onderneming, daarnaast heeft een hoge turnover een negatieve invloed op de servicegerichtheid en klanttevredenheid (Ongori, 2007).

De gedachte hierachter is dat iedere keer dat een werknemer de organisatie verlaat er door de onderneming opnieuw energie gestoken moet worden in het opvullen van de positie en opnieuw moet worden geïnvesteerd in de persoon op het vlak van kennis en kunde wat ten kosten gaat van efficiëntie en winsten.

Loonontwikkeling

De loonontwikkelingen binnen een fusie verschillen sterk binnen de literatuur. Bekend is dat beloningen sterk per individu verschillen ook al gaat het om ogenschijnlijk gelijke beroepen (Krueger & Summers, 1988).

Bekend is dat bij een fusie waarbij het management gewisseld wordt zij gebonden zijn aan het contract met de aandeelhouders waardoor men genoodzaakt is te reorganiseren en hierdoor oude loonafspraken en contracten wil openbreken om te kunnen voldoen aan de rendementseis van de aandeelhouders.

Daarnaast is de loonontwikkeling onder invloed van de bedrijfstak waarbinnen de beide ondernemingen actief zijn. Zodra de fusie bestaat uit twee ondernemingen uit verschillende bedrijfstakken zal dit van invloed zijn op de lonen van de werknemers. Daarnaast zijn de loonontwikkelingen sterk afhankelijk van veranderingen in de structuur van de bedrijfstak die bepalend zijn voor het genereren van winst.

Van belang voor de lonen van de werknemers is dat de onderhandelingen tijdens de fusie evenwichtig verlopen, dit heeft als resultaat dat de loonconcessies die door de aandeelhouders gemaakt moet worden doorgaans 1% tot 5% van het aandeelhoudersrendement bedragen.

In een evenwichtige situatie zijn er weinig loonmatigingen of waar in ieder geval de lonen in lijn zijn met de bedrijfstak.

Productiviteit

Bij een fusie waarbij men in staat is om meer omzet te genereren en efficiënter werkt, zal de productiviteit per werknemer stijgen. Als de arbeidsproductiviteit stijgt (dus als een werknemer per tijdseenheid meer produceert) zijn er minder werknemers nodig om dezelfde hoeveelheid producten te maken.

De loonkosten per product kunnen dan dalen, waardoor de concurrentiepositie kan verbeteren.

De arbeidsproductiviteit is de gemiddelde productiewaarde per werknemer per tijdseenheid, en de productiewaarde is de waarde die tijdens het productieproces aan de inkoopwaarde wordt toegevoegd.

Omzet – inkoopwaarde = productiewaarde.

De werkgelegenheid is het aantal werknemers uitgedrukt in arbeidsjaren (een arbeidsjaar is een voltijd baan gedurende een heel jaar).

De arbeidsproductiviteit kan dan gegeven worden door:

$$\text{arbeidsproductiviteit} = \text{productiewaarde} / \text{werkgelegenheid}$$

De procentuele verandering van de arbeidsproductiviteit is een weergave van de verbetering in efficiëntie van de onderneming.

Ratio werknemers fixed assets

De Capital to Labour ratio wordt gedefinieerd als de totale Fixed assets gedeeld door het totaal aantal werknemers (Aivasian et al, 2005)

Bij een fusie is er een klustering van assets en werknemers waarbij de nieuwe identiteit bestaat uit de optelsom van de assets van onderneming een en onderneming twee. De sterke verschillen van deze ratio kan al snel een signaal afgeven of de onderneming efficiënter is gaan werken doordat het assets is gaan afstoten met behoud van personeel, de ratio zou in dit geval kleiner worden. Hierdoor verbeterd de concurrentiepositie maar is deze vorm een van de korte termijn omdat de verkoop van assets eenmalig is. Of de onderneming is meer personeel gaan aantrekken met behoud van de bestaande assets, in dit geval zal de ratio ook kleiner worden, maar is de onderneming bezig met een duurzamere opbouw van efficiëntie en synergie.

In de gevallen dat er gedurende de drie jaar na de fusie weinig verkoop van bestaande assets is waar te nemen en een stijging in de aantallen personeel is er een win situatie waarbij de fusie werkgelegenheid heeft gecreëerd en de onderneming efficiënter met de bestaande assets omgaat.

2.3.8 Consument

CEO Change

Bij een fusie kan de wisseling van het management duiden op het teweeg willen brengen van verbeteringen in efficiency. Wisselingen in het management worden ingezet omdat de nieuwe managers denken dat de onderneming efficiënter gerund kan worden (Jensen, 1984).

Een goed management heeft ook een beter toegang tot de kapitaalmarkt waardoor het de business van de onderneming kan laten groeien en dienovereenkomstig een groei in werkgelegenheid kan bewerkstelligen.

Als de efficiency de overhand heeft in de fusie leidt dit tot een kostenreductie, die zich vertaalt in een prijsdaling van de producten, wat een gunstige uitwerking heeft voor de consument.

Daarnaast heeft het vernieuwen van het management een symbolische werking. Voor de buitenwereld kan de gedachte leven dat een nieuwe CEO nieuwe ideeën heeft en mogelijk ook meer stemmen tijdens een aandeelvergadering, wat de besluitvaardigheid ten goede komt en de kans op nieuwe producten vergroot.

Een ander aspect wat meespeelt is de band die er bestaat tussen een CEO en klanten. Een nieuwe CEO kan nieuwe klanten meebrengen en nieuw klantenvertrouwen opbouwen, wat leidt tot meer omzet binnen de onderneming (Brown & Medoff, 1988). Het wisselen van een CEO levert een positieve bijdrage aan het klantenvertrouwen.

Pricing Strategies

Een fusie kan de prijs incentives van de onderneming veranderen. Zodra twee ondernemingen een onderling uitwisselbaar product hebben zal de overgenomen partij een prikkel ondervinden om zijn prijs te verhogen naar een niveau die hoger ligt dan het prijsniveau van voor de fusie, om te zorgen dat er geen oneerlijk voordeel valt te behalen. Door het ophogen van de prijzen verbeteren de marges (Ashenfelter & Hosken, 2008). Echter wanneer de ondernemingen overlappende activiteiten hebben, kan door de fusie de marktdominantie toenemen, waardoor de onderneming hogere prijzen kan rekenen. Sterke markt consolidatie leidt tot minder prijsconcurrentie en schaad de consument (Kim & Singal, 1993). Echter is dit een effect dat op de korte termijn optreedt. Wanneer de onderneming zijn toename in marktdominantie in combinatie met een vergroot marktaandeel effectueert, zal na van tijd efficiency optreden en zal de consument op de lagere termijn toch voordeel behalen (Focarelli & Panetti, 2003).

Prijsstijging brand products

Een verbetering van efficiency tussen twee ondernemingen zou moeten lijden tot lagere prijzen en meer verkoop, waarbij de ondernemingen de afweging maken of nieuwe markten competitief genoeg zijn (Ashenfelter & Hosken, 2008)

Een onderneming controleert de prijzen van een eigen set aan merken. Dit betekent dat wanneer twee ondernemingen samenkomen in een aantal prijzen externe factoren worden doorberekend. Bovendien wanneer de gedifferentieerde producten van de ondernemingen aan de vraagzijde als vervangende producten worden beschouwd en de prijzen van de producten strategische aanvullingen zijn, leidt dit tot veel gevallen tot prijsverhogingen na een fusie. Hierbij dient opgemerkt te worden dat de afstand die de producten tot elkaar bezitten bepalend is.

Echter een evaluatie van prijs is niet eendimensionaal en ligt in het kader van het model van vraag, kosten en marktevenwicht. Het verhogen van prijzen kan tot een afname in de vraag leiden en een vermindering van het marktaandeel, hierbij zal de marktwerking zorgen voor een evenwicht die de marge op het product zal bepalen. Fusies kunnen hierdoor ook leiden tot een daling in prijzen wat een positieve uitwerking heeft voor de consument.

Een daling in prijzen van de brand products kan gezien worden als een positieve uitwerking van een fusie. Aankondigingen van prijsstijgingen binnen een gefuseerde onderneming kunnen hierom opgevat worden als een negatief signaal.

Service

De traditionele fusie theorie schrijft voor dat een fusie een overdracht is van schaarse resources van een onderneming met minder capaciteit naar een onderneming die de resources effectiever kan

inzetten (Ravenshaft & Sherer, 1989). Vanuit deze benadering zou je verwachten dat de ondernemingen een efficiency slag maken en toewerken naar kostenreductie waarbij de consument voordeel behaalt in de vorm van lagere prijzen.

Fusies kunnen tot gevolg hebben dat de marktstructuur verder verbeterd, echter wanneer ondernemingen in dezelfde branche sluiten ten gevolge van de fusie van derden is er op de langere termijn geen sprake van een efficiency. Als dit verder wordt doorgetrokken is een fusie een concentratie van resources en een snelle groei in kapitaal, die doorgaans de voorkeur heeft van regelgevende instanties, en leidt tot lagere bedrijfskosten. Maar zodra de marktomstandigheden veranderen is de onderneming genoodzaakt een nieuw ontwerp te maken van het gebruik van zijn resources binnen de gebonden onderneming. Dit zou er toe kunnen leiden dat het publiek moet gaan betalen voor diensten met prijzen die hoger liggen dan de concurrerende norm of meer geld kwijt zijn aan reizen omdat vestigingen in de buurt zijn gesloten (Rhoades, 1986).

Het versnipperen van diensten tegen vergoedingen en sluiten van vestigingen kan aangevoerd worden als een beleving van verlaging van het serviceniveau door de consument.

2.3.9 Overzicht fusie succes

Factoren	Succes criterium	Analyse
Strategische visie	Ambitiestatement -Purpose -Strategy -Value -Behaviour standards	Data research met behulp van Factiva en jaarverslagen en kwantificeren volgens framework appendix D1
Fit	Strategische Fit Culturele Fit Organisatie Fit Geografische Fit	Data research met behulp van Factiva en jaarverslagen en kwantificeren volgens framework appendix D1 t/m D5
Lange termijn doelstelling	Consistentie in strategie Strategie voor en na gelijk Is de visie contant Is de integratie op z'n plek gevallen	Data research met behulp van Factiva en jaarverslagen en concluderend Concluderend en kwantificeren volgens framework appendix D6
Winstgevendheid	Groei in markt waarde Groei in omzet	Data research met behulp van annual statements, concluderend

	Earnings per share Shareholder return Cashflow	aan de hand van benchmark industrie gemiddelde, en kwantificeren volgens framework appendix D7
Synergie effecten	Return on assets Return on investment Return on capital employed Return on sales	Data research met behulp van annual statements, concluderend aan de hand van benchmark industriegemiddelde, en kwantificeren volgens framework appendix D8
Werknemers	Employment turnover Loonontwikkeling Productiviteit Ratio werknemers/fixed assets	Data research op basis van Factiva, accounting gegevens, jaarverslagen, concluderend aan de hand van benchmark industriegemiddelde en kwantificeren volgens framework appendix D9
Consument	CEO wisseling Prijsstrategie Prijsstijging producten Service speerpunten	Data research op basis van factiva, jaarverslagen en accounting gegevens. Concluderend op basis van industriegemiddelde en kwantificeren volgens appendix D10

3. Hypothese/Methodologie/Data

Om de hoofdvraag te kunnen beantwoorden, combineert het onderzoek; 1) een empirische analyse van aandelen gegevens door gebruik te maken van een eventstudie methodologie, en 2) een case studie om de fusie kwalitatief te beoordelen.

3.1 Hypothese

Vanuit de efficiënte markthypothese is de veronderstelling dat bij een efficiënte markt de aandelenprijzen altijd alle beschikbare informatie reflecteren met als uitgangspunt dat marktspelers zich volkomen rationeel gedragen en markten perfect werken (Fama, 1970). Van hieruit is te stellen dat een fusie op het moment van aankondigen vrijwel direct op de juiste wijze wordt vertaald in de prijs van het aandeel. In de eerste instantie reageert de markt sterk op informatie die betrekking heeft op synergie, winstgevendheid, consument en werkgelegenheid, omdat aandeelhouders doorgaans geïnteresseerd zijn in cash flows. De eerste inschaling door de markt is dan ook een korte termijnperceptie, waarbij naar gelang de potentie van de fusie de markt de waarde positief of negatief inschat.

Over het algemeen zijn de lange termijn effecten van een fusie pas na drie jaar zichtbaar, en weet men pas drie jaar later of de onderneming aan de allereerste marktverwachting heeft kunnen voldoen en of de fusie een succes of geen succes is geweest. De vraag die hierbij ontstaat is of de onderneming de eerste marktverwachting dan ook werkelijk kan waarmaken? Met andere woorden, staan de langetermijneffecten in verhouding tot de sprong die het aandeel bij aankondiging in het begin heeft gemaakt.

Van hieruit luidt de onderzoeksvraag:

1. “Is de markt in staat om een succesvolle fusie in een vroeg stadium te voorzien ? “

Met als deelvragen:

2. “Hoe meet je reacties van investeerders”
3. “Wanneer is er sprake van een succesvolle fusie ?“

Om tot beantwoording van de hoofdvraag te komen worden de volgende twee hypotheses opgesteld:

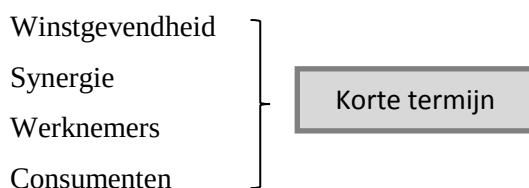
1. Fusies en overnames worden door investeerders positief gewaardeerd, het geen tot uitdrukking komt in een stijging van de aandelenprijs

2. De marktreactie op een aankondiging van een fusie of overname is een adequate inschatting van de toekomstige waardeverandering van de nieuwe combinatie.

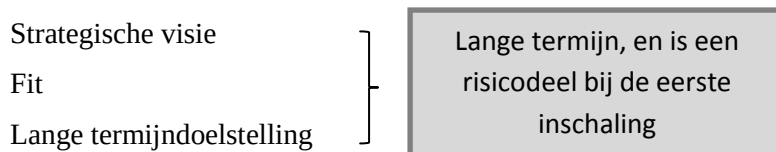
3.2 Conceptueel model

Om het conceptueel model te kunnen construeren, worden drie scenario's beschreven. In de hypothese wordt er een verwachting neergezet over het mogelijke effect van een fusie, een fusie aankondiging kan een positieve of negatieve richting hebben.

Volgens de semi sterk vorm van de efficiënte markthypothese van Fama (1969) is de markt in staat om alle publiekelijke informatie over een fusie per direct juist te vertalen. Op het moment van de eerste aankondiging wordt een fusie ingeschaald, waarbij de markt in de eerste instantie reageert op de informatie die betrekking heeft op :



En waarbij de strategische visie, Fit en de lange termijn doelstelling meegenomen worden in het risico deel van de inschaling.



Hieruit volgt het eerste scenario; de markt reageert altijd juist op de eerste fusie aankondiging, waarbij het cumulatieve abnormal return [CAR] een goede indicator is, waardoor een event studie een goed middel is om een fusie te meten.

Het tweede scenario heeft betrekking op de vraag of de markt werkelijk efficiënt is.

In de eerste instantie neemt een fusie een positie in die gebaseerd is op de eerste verwachtingen van de markt. Echter de strategische visie kan in het eerste jaar verschillen van die van het 3^e jaar na de fusie, daarnaast kan de langere termijn doelstelling die in het eerste jaar gesteld is, waarschijnlijk niet gehaald zijn in het derde jaar. Ook kan de verwachting van de winstgevendheid in het eerste jaar, volgens de aankondiging, sterk verschillen van die van het derde jaar doordat synergie uitwerkingen in het eerste jaar sterk verschillen van die van het derde jaar. Tevens kan de aangekondigde werkgelegenheid of ontslagen in werkelijkheid na drie jaar veel zwaarder uitpakken.

Het uitgangspunt is nog steeds dat de markt bij de eerste fusie aankondiging een juiste inschatting heeft gemaakt, en aan de hand van dit gegeven dient markefficiëntie nogmaals getoetst worden door het verband aan te tonen tussen de eerste marktverwachting CAR (korte termijn) en het resultaat drie jaar na de fusie (lange termijn).

Om het langere termijn effect te toetsen is een event studie minder geschikt, daarom wordt de efficiënte markthypothese met behulp van een case studie getoetst.

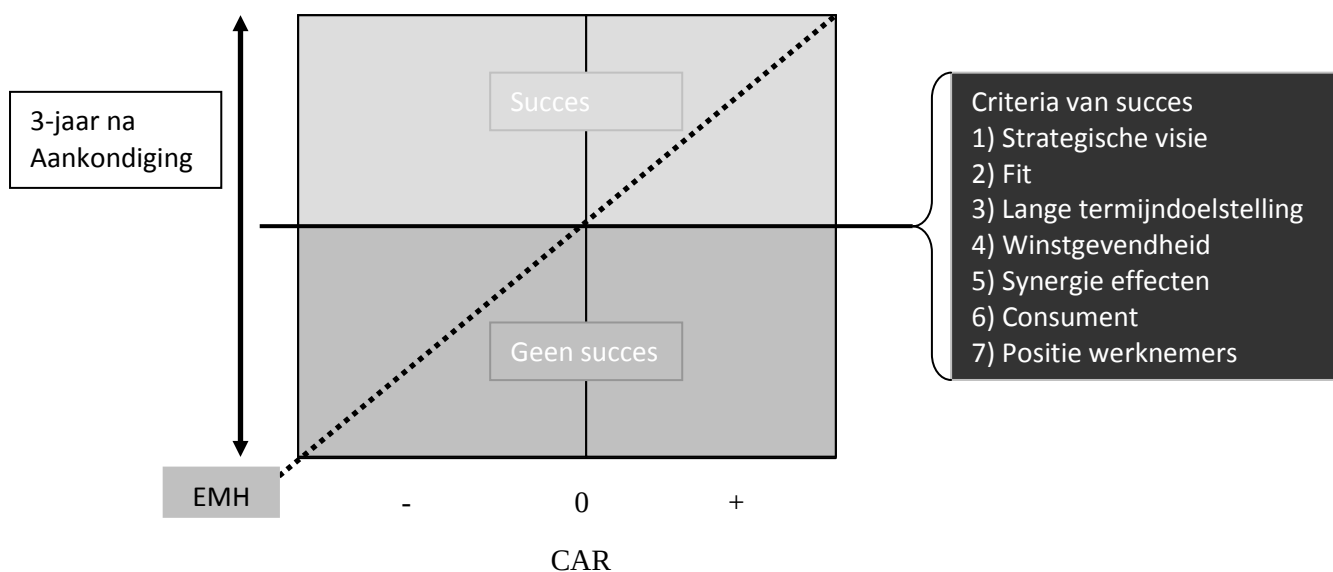
Aan de hand van een zevental succescriteria (lange termijn) wordt de ordening verklaard tussen de eerste markt verwachting en het werkelijke resultaat van de fusie drie jaar na de aankondiging.

In het conceptueel model worden dan ook twee soorten van onderzoek gecombineerd; 1) Event study, 2) Case study.

Het derde scenario heeft betrekking op de positieve rendementen die te behalen zijn met fusies.

In de literatuur zijn inmiddels 25.000 fusies onderzocht van waaruit is gebleken dat 68% tot 85% van de fusies niet de boogde synergie voordelen weten te realiseren. Dit zou betekenen dat er bijna geen positieve fusies zouden bestaan. Echter de spreiding rondom de gemiddelde rendementen in deze onderzoeken zijn groot, waardoor het mogelijk is om toch fusies te onderscheiden die wel overeenkomstig positieve rendementen weten te behalen. Om de derde onderliggende bewering in de hypothese te beantwoorden, wordt met behulp van beschrijvende statistiek een tiental positieve- en negatieve fusies onderscheiden, waar na met de case studie op individueel niveau mogelijk een uitspraak te doen is over het grotere heel, van waaruit te concluderen valt of de markt efficiënt is.

Model van onderzoek



Figuur 6.

Horizontale as

De horizontale as in het model is een weergave van de korte termijn inschaling van de markt bij een fusie aankondiging. Op deze as wordt de CAR van de tien meest positieve en meest negatieve fusies uitgezet.

Verticale as

Hierbij wordt marktefficiëntie getoetst door de kwaliteit van de fusie met een case studie te meten. De geselecteerde fusies die op de horizontale as zijn uitgezet, worden op basis van de succescriteria middels een case studie doorlopen en verticaal uitgezet. Dit gebeurt aan de hand van twee scenario's; 1) 1^e jaar, op het moment van aankondigen, 2) drie jaar na de fusie aankondiging. De uitkomsten kunnen in het valk van het model worden geplaatst.

Diagonale as

De basislijn in het model vormt de lijn van de efficiënte markt (EMH). Positieve aankondigingen [CAR+] zouden volgens de EMH ook in de toekomst een succesvolle fusie moeten opleveren en vice versa, een negatieve [CAR-] zou een onsuccesvolle fusie moeten opleveren.

3.2 Event studie Methodologie

3.2.1 Event studie benadering

Het is algemeen bekend dat de prijs van het aandeel alle mogelijke relevante informatie reflecteert die bekend is over de toekomst van de onderneming. Wanneer nieuwe relevante informatie de markt bereikt, zal het aandeel ook dienovereenkomstig de nieuwe informatie wijzigen. Ook een fusie aankondiging wordt door de markt als een belangrijk corporate event beschouwd, waarbij de nieuwe informatie elementen bevat over de toekomstige winstgevendheid van het fusiebedrijf. Als de markt perfect efficiënt is, zal deze informatie vertaald worden in een directe wijziging van het aandeel. Echter is dit niet altijd het geval, vaak komt het voor dat de nieuwe fusie informatie al enkele weken voor de officiële mededeling door de onderneming uitlekt, en andersom duurt het een enkele periode om de nieuwe informatie door de markt op een juiste manier te vertalen. Op basis van dit gegeven is het mogelijk om te meten hoe het prijsaandeel van een onderneming reageert op een fusie aankondiging, en is een event studiemethodologie geschikt.

Binnen het eerste deel van het onderzoek is gekozen voor een event studie methodologie, uitgewerkt volgens Seiler (2003). In deze benadering wordt gebruik gemaakt van een risk-adjusted return model. Volgens deze methode worden de AR's (abnormale returns) gedefinieerd als het verschil tussen het werkelijke rendement en het verwachte rendement, waarbij het verwachte rendement voor elke dag binnen het event window met een enkelvoudige regressie met de markt wordt voorspeld. Om aan te tonen of er zich werkelijk significant abnormale returns voordoen, wordt de marktefficiëntie getest onder de nul-hypothese met een Z-toets. Deze test geeft antwoord op de vraag of de gestandaardiseerde abnormale returns onder een gegeven betrouwbaarheidsniveau significant verschilt van 0, waarbij fluctuatie rond nul duidt op markefficiëntie.

Volgens Halpern (1983) is de allereerste publieke aankondiging, de meest geschikte datum om de impact van een event te meten. Abnormale returns zetten al lichtelijk in vlak voor de werkelijke event datum, wat doorgaans veroorzaakt wordt door 'leken van informatie' of zelfs marktreacties (Keown & Pinkerton, 1981). Op basis van de eerste publieke aankondiging is een lijst met fusies samengesteld.

3.2.2 Sample selectie en data beschrijving

De dataset die voor de event study is gebruikt, bestaat uit 182 beursaankondigingen die met behulp van de database "Datastream navigator Thomson Reuters" zijn samengesteld, en voldoen aan de volgende criteria:

- 1.) De bedrijven (acquirers) zijn Amerikaans en beursgenoteerd . Deze keuze is inherent aan het soort onderzoek, met behulp van aandelen koersen is het mogelijk om effecten van fusieaankondigingen te meten middels een event study. Een volgende reden is dat het volume van fusies (aankondigingen) van Amerikaanse bedrijven groter is, waardoor de kans op vindbare informatie over de ondernemingen en mogelijke effecten van aankondigingen, sterk wordt verhoogd.
- 2.) De aankondigingen zijn toegespitst op fusies, waarbij er sprake is van een 100% volledige samensmelting van twee ondernemingen
- 3.) De deals zijn allemaal cash gefinancierd
- 4.) Er is geen onderscheid in grootte van de deals en grootte van de ondernemingen gemaakt
- 5.) De ondernemingen bevinden zich in verschillende sectoren
- 6.) De beschouwde periode die naar aanleiding van bovenstaande criteria in eerst instantie in ogenschouw is genomen, loopt van 01-01-2007 t/m 17-11-2011. De reden hiervan is om te beschikken over een voldoende hoeveelheid recente fusie aankondigingen.
- 7.) Op basis van de gevonden aantallen $n=592$ is het criterium toegepast dat bedrijven 3-jaar na de aankondiging nog volledig operationeel moeten zijn. Dit leidt tot een dataset samengesteld van aankondigingen die alle uit het jaar 2007 komen ($n=190$), zie bijlage(n) A1.

In Datastream leidt dit tot het volgende ‘Search Criteria’ overzicht.

Search Criteria			
Request	Operator	Description	Hits
Database	Include	All Mergers & Acquisitions	n/a
Acquiror Nation (Code)	Include	United States of America	261643
Target Nation (Code)	Include	United States of America	224233
Acquiror Public Status (Code)	Include	Public	119833
Target Public Status (Code)	Include	Public	35885
Deal Status (Code)	Include	Completed	14649
Date Announced	Between	01/01/2007 to 11/17/2011	1117
Deal Attitude (Code)	Include	Friendly	716
Percent of Shares Acquired in Transaction	Between	100 to HI	592
Custom Report		rutger 171111.....(terminal EUR)	592
Alle announcements van 2007			190

Tabel 3 Zoekcriteria Datastream

Op basis van de criteria in Datastream ontstaat een outputlijst waarin de ondernemingen geïdentificeerd worden met een SIC-code (Standard Industrial Classification), SEDOL code (Stock Exchange Office List) en Datastream-code.

Een volgende stap binnen het verkrijgen van data is het ophalen van beursgegevens uit de databank van datastream. Hierbij is het noodzakelijk om te werken met de codering voor datastream en de originele datum van aankondiging, zie tabel 4.

Invoer template Datastream					
EstStart			-120		
EstEnd			-6		
EvStart			-5		
EvEnd			5		
Data Type		P			
nr.	Company	Datastreamcode	Date	Index	IndexName IndexCode
1	719630		12-27-2007	1	1 S&PCOMP
	28984F		12-26-2007	1	
	328184		12-19-2007	1	
	15190U		12-18-2007	1	
t/m 190					

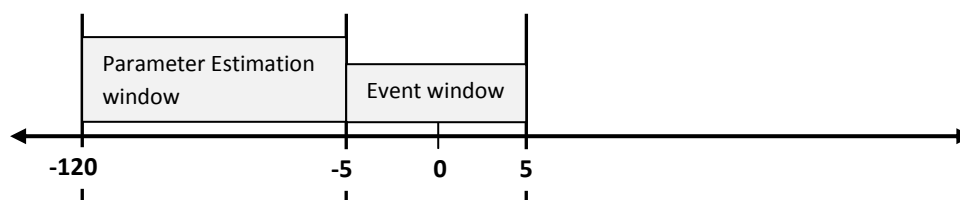
Tabel 4. Criteria Datastream

Op basis van de inputlist, 190 deals, is gebleken uit de outputlist dat niet van alle ondernemingen de aandeelkoersen te verkrijgen zijn. Van twee ondernemingen ontstond dubbele informatie en van zes ondernemingen kwam verkeerde aandeelinformatie naar voren. Op basis van deze bevindingen zijn deze deals uit de lijst geschrapt. Door de lijst meerdere keren te laten draaien in de event study en de errors te verwijderen, is uiteindelijk een robuuste lijst van 176 deals verkregen. Op basis van deze definitieve lijst van 176 deals laten we een event study uitvoeren om de AR te bepalen.

In appendix A1, is een overzicht gegeven van de geselecteerde deals.

3.2.3 SAR-Market model

Om het bestaan van abnormale rendementen binnen de event window aan te tonen, wordt gebruik gemaakt van het risk-adjusted return model. Voor het samenstellen van een benchmark wordt gebruik gemaakt van de 'parameter estimation period', volgens Brow en Warner (1985) waarbij het mogelijk is om de Bèta -waarde van het aandeel te bepalen. De Bèta- waarde is de hellingscoëfficiënt die bepaald wordt uit de regressie van de index returns (S&P 500) met de aandelen returns, en is ook een maatstaf voor schommelingen van de aandelen t.o.v. de markt. (Panayides & Gong, 2002). Volgens Brown en Warner (1985) en Dyckman, Philbrick en Stephan (1984) is voor een parameterschatting 120 dagen voldoende, aangezien de data van de dagelijkse rendementen 120 dagen voor de event datum, voldoende informatie bevatten om een benchmark te vormen voor normale returns. Opvolgend volgens Panayides & Gong (2002) omvat een elf dagen event window alle effecten van een fusie. Het event window begint vijf dagen voor het event en eindigt vijf dagen er na. Figuur 7 is een grafische weergave van de event studie benadering, waarin de event window loopt van [-5,5]



Figuur 7.

In de eerste stap wordt middels een regressie per aandeel j de relatie met de overall markt index (S&P500) bepaald in het geval er geen fusie aankondiging is, dit levert de helling coëfficiënt β_i en de Y-as snijpunt α . Onder aanname dat de bèta van het aandeel een constante waarde heeft, wordt de verwachte return van het aandeel j binnen de event window als volgt berekend.

$$E_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (1)$$

Waarin E_{it} de verwachte return is op tijdstip t , en alpha en bèta de parameters die voortkomen uit de regressie vergelijking. De coëfficiënt β_i is de bèta van het aandeel en R_{mt} is de return van de markt index S&P 500 op tijdstip t .

De abnormale return wordt gedefinieerd door het verschil tussen de werkelijke return van het aandeel i en de verwachte return E_{it} .

$$AR_{it} = R_{it} - E_{it} \quad (2)$$

De formules gesubstitueerd levert het volgende resultaat:

$$AR_{jt}(\text{event window}) = R_{jt}(\text{event window}) - \alpha_j(\text{est. Period}) - \beta_j(\text{est.period}) \times R_{mt}(\text{event window}) \quad (3)$$

Waarin:

$AR_{jt}(\text{event window})$	= Abnormale return v op elke dag in het event window
$R_{jt}(\text{event window})$	= Return voor het aandeel j op elke dag in het event window
$\alpha_j(\text{est. Period})$	= Y-as snijpunt voor het aandeel j gemeten over de estimation window
$\beta_j(\text{est.period})$	= Hellinghoek voor het aandeel j gemeten over de estimation window
$R_{mt}(\text{event window})$	= Return van de markt op elke dag in het event window.

De abnormale returns worden per dag in het $[-5,5]$ event window voor alle 176 events bepaald.

Uit de abnormale return wordt de gemiddelde CAR samengesteld die gegeven wordt door;

$$AR_t = 1/n \sum AR_{it} \text{ en } CAR(t_0, t_1) = \sum \overline{AR_t} \quad (4)$$

De hoofdvraag is of de markt een succesvolle fusie in een vroeg stadium kan voorzien, hierbij is de eerste veronderstelling dat als de gemiddelde CAR van het totale sample een significant positief beeld laat zien, dit een teken is dat de fusies waarde toevoegen aan de onderneming.

Om dit verder significant aan te tonen, is de volgende stap in de analyse om de AR en de CAR te standaardiseren. De SAR wordt bepaald door de AR te delen door de standaarddeviatie van het risico, waarbij de standaarddeviatie gelijk is aan de wortel uit de variantie die bepaald is met een market model regressie over de estimation period.

$$SAR_{jt} = \frac{AR_{jt}}{\sqrt{s^2_{AR_{jt}}}} \quad (5)$$

Waarin:

SAR = Gestandaardiseerde abnormale return voor aandeel j op tijdstip t

AR = Abnormale return voor aandeel j op tijdstip t

$\sqrt{s^2_{AR}}$ = Wortel uit de variantie van de abnormale return voor aandeel j op tijdstip t

Alle abnormale returns per event in het [-5,5] event window, worden gedeeld door de standaarddeviatie, waarbij er vervolgens per dag getoetst wordt op de samengestelde gestandaardiseerde abnormale return, TSAR. Waarbij de TSAR gelijk is aan som van alle 176 SAR per dag in het event window.

Op dit niveau wordt er per dag volgens de Z-toets bepaald of de resultaten significant zijn. De Z-toets is een statistische toets voor de verwachtingswaarde van een normaalverdeling, wat betekend een gemiddelde van nul en een standaard deviatie van één, met als toetsingsgrootte het gestandaardiseerde TSAR.

$$Z\text{-statistic}_t = \frac{TSAR_t}{\sqrt{\sum_{j=1}^N \frac{D_j - 2}{D_j - 4}}} \quad (6)$$

Waarin

$Z\text{-statistic}$ = Z-statistic voor elke dag in het vent window

$TSAR$ = Totale gestandaardiseerde abnormale return

D_j = Aantal geobserveerde handelsdagen in de estimation window voor aandeel j

N = Aantal aandelen in beschouwing

Met behulp van de kritieke waarde van Z is de P-waarde volgens de standaard normaalverdeling te bepalen bij een significantie van 90%, 95% en 99%.

Aanvullend hierop wordt de cumulatieve TSAR op significantie getoetst waarin de cumulatieve TSAR bepaald wordt uit:

$$CumulativeTSAR_{T_1, T_2} = \sum_{t=T_1}^{T_2} TSAR_t \quad (7)$$

Waarin:

Cumulatieve $TSAR_{t1,t2}$ = cumulatieve $TSAR$ voor elke dag in het event window

$TSAR$ = $TSAR$ voor elke dag in het event window

T_1 = eerste dag in het event window (-5)

T_2 = latere dag in het event window , loopt van -5 tot 5.

De Z-waarde wordt bepaald uit:

$$Z_t = \left(\frac{1}{\sqrt{N}} \right) \left(\frac{\sum_{T_1}^{T_2} SAR_{jt}}{\sqrt{(T_2 - T_1 + 1) \left(\frac{D_j - 2}{D_j - 4} \right)}} \right) \quad (8)$$

Z_t = Cumulatieve $TSAR$ Z-statistic voor elke dag in het event window

N = het aantal geobserveerde events (n=177)

SAR_{jt} = SAR voor onderneming j voor elke dag in het event window

T_1 = eerste dag in het event window (-5)

T_2 = latere dag in het event window, loopt van -5 tot 5

D_j = het aantal geobserveerde dagen in de estimation period.

Met behulp van de kritieke waarde van Z is de P-waarde volgens de standaard normaalverdeling te bepalen bij een significantie van 90%, 95% en 99%.

3.3 Case studie model

Het doel van de case studie model is om de ordening te verklaren tussen de eerste marktinschatting, middels het aandeel [CAR] en het succes van de fusie op de langere termijn, om uiteindelijk marktefficiëntie aan te tonen. Er bestaan binnen de case studie dan ook twee scenario's; 1.) Het inschalen van de kwaliteit van de fusie op het moment van de eerste aankondiging, 2.) Het inschalen van de kwaliteit van de fusie 3-jaar na aankondiging.

Als onderlegger voor het model om dit scenario te meten, dient het conceptueel model, waarbij de drie dimensies, CAR +/-, Fusiesucces en efficiëntie zorgen voor een vlakindeling.

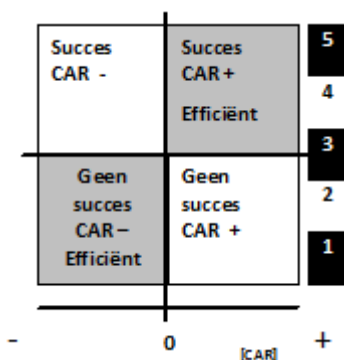
De horizontale as van het figuur kent een CAR indeling van -20% tot +20% en op deze as wordt de positieve en negatieve CAR van een fusies uitgezet.

De verticale indeling is het fusiesucces op een schaal van vijf, die bewust in grote stappen van 20% is uitgezet om tot een snelle eenvoudige indeling te komen en geen al te grote nauwkeurigheid te suggereren.

Waarbij de waarde 4 en 5 tot werkelijk fusiesucces gerekend mag worden, en de waarde 1 en 2 als geen fusie succes. De waarde drie in het verticale midden mag aangeduid worden als het twijfelgeval, bij deze score is het (nog) niet duidelijk of de fusie werkelijk als succes of geen succes kan worden gekwalificeerd.

Uiteindelijk is het de bedoeling dat aan de hand van de horizontale- en verticale schaalindelingen de CAR-waarde en de fusiescore van de fusie in de velden van het model geplaatst kunnen worden.

Binnen het model stellen de grijze gebieden de markt efficiëntie voor, waarbij het uiteindelijk de bedoeling is om te kunnen waarnemen of fusiebedrijven zich inderdaad conform de marktinschatting in deze gebieden begeven, en om uiteindelijk tot de conclusie te komen of de markt inderdaad efficiënt werkt.



Figuur 8.

3.3.1 Sample selectie en data

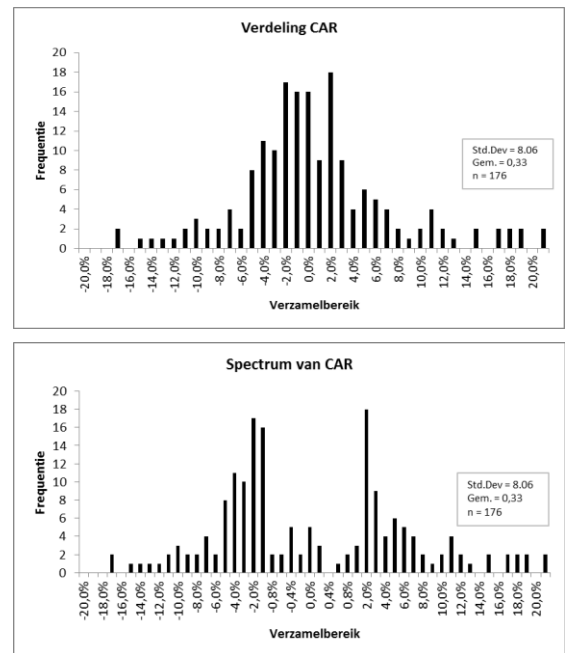
De data voor de case studie bestaat uit drie onderdelen; het eerste onderdeel betreft de selectie van fusiebedrijven met een positief samengesteld return en een negatief samengesteld return, het tweede onderdeel bestaat uit het verzamelen van accounting data om de geselecteerde ondernemingen te kunnen beoordelen op winstgevendheid, synergie en werknemers, en als laatste de verzameling van informatie in de vorm van fusie announcement, jaarverslagen, persberichten, alerts en kranten om de strategische visie, fit en de lange termijn doelstelling kwalitatief te kunnen beoordelen.

1^e onderdeel

Voor de case studie is uit het totale sample (n=176) een aparte selectie gemaakt van tien individuele fusiebedrijven die tijdens de fusie aankondiging het meest positief samengesteld rendement [CAR +] over het event window [-5,5] wisten te behalen, en tien fusiebedrijven die over het event window [-5,5] het meest negatieve samengesteld rendement [CAR-] wisten te behalen.

Om de tien meest positieve- en meest negatieve rendementen binnen het sample op te sporen, is gebruik gemaakt van beschrijvende statistiek, waarbij de volgende stappen zijn doorlopen.

- 1.) In de event study zijn per announcement alle Abnormale returns (AR) over het event window [-5,5] bekend. Op basis hiervan word per announcement over het event window een samengestelde return [CAR] bepaald.
- 2.) Om een indruk te krijgen van de kansdichtheid van de CAR in het sample, is een histogram gemaakt. Het sample heeft het model van een standaard normale verdeling.
- 3.) Volgens de verdeling bestaat het sample uit een groep met een positieve CAR en een groep met een negatieve CAR. Door gebruik te maken van een fijnere klassebreedte in het histogram is een verdeling in positieve en negatieve CAR waar te nemen. Ook de positieve en negatieve waarden van de CAR laten de contouren van een standaard normale verdeling zien.
- 4.) Vervolgens is het totale sample verdeeld in groepen van positieve en negatieve samengestelde returns, waarvan tezamen met het totale sample het gemiddelde en de spreidingsmaatstaf bij een betrouwbaarheids- interval van 95% is berekend.



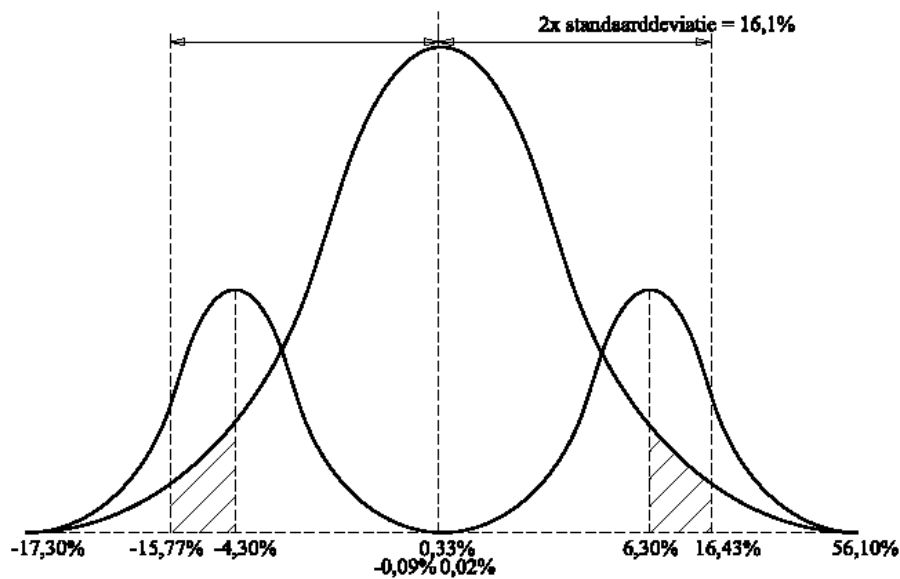
CAR gehele sample [n=176]		CAR -		CAR +	
Gemiddelde	0,003312563	Gemiddelde	-0,043253497	Gemiddelde	0,0631832
Standaardfout	0,006086216	Standaardfout	0,003947679	Standaardfout	0,0092344
Mediaan	-0,005562213	Mediaan	-0,032504238	Mediaan	0,03853
Modus	#N/B	Modus	#N/B	Modus	#N/B
Standaarddeviatie	0,080742773	Standaarddeviatie	0,039278906	Standaarddeviatie	0,0810311
Steekproefvariantie	0,006519395	Steekproefvariantie	0,001542832	Steekproefvariantie	0,006566
Kurtosis	13,12732607	Kurtosis	2,002195174	Kurtosis	18,508322
Scheefheid	2,281138108	Scheefheid	-1,508764239	Scheefheid	3,5924498
Bereik	0,733681378	Bereik	0,171861744	Bereik	0,560733
Minimum	-0,172795988	Minimum	-0,172795988	Minimum	0,0001524
Maximum	0,56088539	Maximum	-0,000934244	Maximum	0,5608854
Som	0,583011114	Som	-4,282096178	Som	4,8651073
Aantal	176	Aantal	99	Aantal	77
Grootste(1)	0,56088539	Grootste(1)	-0,000934244	Grootste(1)	0,5608854
Kleinste(1)	-0,172795988	Kleinste(1)	-0,172795988	Kleinste(1)	0,0001524
Betrouwbaarheidsniveau(95,0%)	0,012011831	Betrouwbaarheidsniveau(95,0%)	0,00783404	Betrouwbaarheidsniveau(95,0%)	0,0183918

Tabel 5

Voor de meeteenheid van de spreiding in de samples heeft de standaard deviatie de voorkeur, omdat ze gedefinieerd is in dezelfde eenheid als de uitkomsten in het sample.

- 5.) Het totale sample (n=176) is feitelijk een steekproef uit een grotere verzameling van gegevens, waarbinnen je weer een groep gaat selecteren. Volgens de normaalverdeling beweegt 95% van het gehele sample rondom de verwachtingswaarde tussen het gemiddelde van plus of min tweemaal de standaarddeviatie [$\mu + 2 \cdot \text{Std.Dev.}$] en [$\mu - 2 \cdot \text{Std.Dev.}$]. Binnen de grenzen van de verwachtingswaarde en de gemiddelden van de subgroepen [CAR+] en [CAR-], worden de

tien fusiebedrijven met een CAR + en een CAR- geselecteerd. Grafisch bevinden de fusiebedrijven zich in de gearceerde gebieden, voor [CAR +] tussen 6,3% en 16,4%, en voor [CAR-] tussen -4,3% en -15,8%.



Figuur 9

- 6.) De tien positieve en negatieve fusiebedrijven binnen de intervallen zijn vervolgens gekozen op basis van de getalswaarde, en de beschikbaarheid van accounting informatie, volgens het tweede onderdeel. Voor het overzicht van de selectie van fusiebedrijven zie tabel 2.

2^e onderdeel

De 2e stap binnen het opzetten van data heeft betrekking op het verkrijgen van accounting informatie van de ondernemingen gedurende 3-jaar na de aankondigingsdatum, die gebruikt wordt in de beoordeling op winstgevendheid, synergie en werknemers. Gekozen is om in eerste instantie van alle 176 ondernemingen in het sample de gegevens op te halen, omdat op voorhand nog niet te overzien is welke deals significant positief of negatief zijn, en hierdoor uiteindelijk te beschikken over een complete lijst met data. Een aanvullende stap hierbij is om het sample in te delen in bedrijfssectoren, waardoor het in de case study mogelijk is om specifieker naar de effecten van een fusie te kijken. De lijst die gebruikt is om de event study te draaien, kan niet direct gebruikt worden om accounting data op te halen, hiervoor moet eerst de codering van Datastream omgezet worden in een ISIN-code (International Securities Identifying Number). Via deze omnummering kan in Thomson Financial efficiënter informatie verzameld worden. Uiteindelijk ziet de database er in aantallen gegevens als volgt uit.

Samenvatting database					
N=176	2006	2007	2008	2009	2010
Datastream					
Aandelen informatie t.b.v. event study	176				
Thomson Financials					
Accounting info t.b.v. case study					
Sales (S)	168	168	161	158	151
Net Income	170	163	172	162	151
Profit	153	120	114	125	130
Total assets (TA)	172	170	163	159	153
Cashflow (CF)	160	151	121	114	130
Total market value (MV)	176	176	176	176	176
Earnings before interest and taxes (EBIT)	168	168	161	158	151
Current liabilities (CL)	162	158	160	172	175
Dividend (D)	168	162	170	158	148
Cost of good sold (COGS)	168	168	161	158	151
Employees (Empl.)	161	165	161	156	150
Number of shares outstanding (NOSH)	176	176	176	176	176
Stock price (P)	176	176	176	176	176

Tabel 6. Overzicht data

Om vervolgens de data in te delen naar bedrijfssectoren is gebruik gemaakt van de SIC-code. Deze code is omgezet in het NAICS systeem en van hieruit is het totale sample ingedeeld.

NAICS -indeling	
11 Agriculture, Forestry, Fishing and Hunting	1%
21 Mining	6%
22 Utilities	1%
23 Construction	1%
31-32-33 Manufacturing	37%
42 Wholesale Trade	2%
44 Retail Trade	2%
51 Information	8%
52 Finance and Insurance	33%
53 Real Estate and Rental and Leasing	1%
54 Professional, Scientific, and Technical Service	2%
55 Management of Companies and Enterprises	5%
56 Administrative an Support and Waste Management and Remediation Services	1%
62 Health Care and Social Assistance	2%
72 Accomodation and Food Service	1%
Percentage van totale sample	

Tabel 7. Indeling volgens NAICS

Uiteindelijk kan op basis van het 1^e onderdeel en de lijst met accounting data een selectie gemaakt worden van 20 fusiebedrijven.

Selectie CAR +			Datastr. code	[CAR +]
A	Hanover Compressor Co	& Universal Compression Holdings	292348	16,4%
B	Pathmark Stores Inc	& Great Atlantic & Pacific Tea	902260	14,8%
C	Ascent Energy Inc	& RAM Energy Resources Inc	28836F	12,2%
D	Desert Community Bk, California	& East West Bancorp Inc	694587	11,0%
E	Union Bankshares Co, Ellswoorth,	& Camden National Corp, Camden, ME	879489	10,2%
F	Pioneer Cos Inc	& Olin Corp	905143	9,2%
G	Komag Inc	& Western Digital Corp	906785	9,0%
H	Horizon Offshore Inc	& Cal Dive International Inc	41064E	7,8%
I	LESCO Inc	& Deere & Co	906189	7,7%
J	Florida Rock Industries Inc	& Vulcan Materials Co	905816	6,7%
Selectie CAR-			Datastr. code	[CAR -]
K	Tutogen Medical Inc	& Regeneration Technologies Inc	261836	-14,9%
L	American Uranium Mining Co	& Russell Industries Inc	31650D	-12,5%
M	Sirenza Microdevices Inc	& RF Micro Devices Inc	891895	-11,6%
N	Battle Mountain Gold Expl	& Royal Gold Inc	945306	-10,1%
O	IBT Bancorp Inc, Pennsylvania	& S&T Bancorp Inc, Indiana, PA	518257	-7,7%
P	Pogo Producing Co	& Plains Expl & Prodn Co	26622P	-7,5%
Q	SpectraLink Corp	& Polycom Inc	874091	-5,8%
R	Document Sciences Corp	& EMC Corp	719630	-5,6%
S	Arrow International Inc	& Teleflex Inc	921509	-5,2%
T	Visual Sciences Inc	& Omniture Inc	35663p	-4,4%

Tabel 8

3^e onderdeel

Met behulp van de eerste aankondigingsdatum uit de database van Thomson Reuters database, zoals die gebruikt is in de event studie, is in Factiva van alle geselecteerde ondernemingen de eerste bijbehorende fusie aankondiging opgezocht. In deze fusie aankondiging doet de CEO van onderneming de allereerste uitspraak over het waarom van de fusie, de winsten, de soort synergie en werkgelegenheid die het denkt te behalen met de fusie, en de strategische visie, Fit en de doelstellingen op de lange termijn.

Naast de allereerste aankondiging is in Factiva ook alle informatie gedurende de drie jaar na de fusie verzameld. De informatie in Factiva is verkregen door een data range in te stellen rondom de datum van aankondiging, en een datum range van drie jaar na de fusie, en per firma te zoeken op all sources. Uit deze informatie is een handmatige selectie gemaakt op basis van de inhoud die betrekking heeft op de zeven succes criteria.

In aanvulling op de gegevens uit Factiva is ook informatie verzameld uit jaarverslagen en financiële overzichten van de betreffende firma's, en Yahoo Finance en Ychart .

3.3.2 Metingen van succes

Bij het meten van succes worden twee scenario's gevolgd; ten eerste de meting van succes op het moment van aankondigen met de bij behorende prestaties van de onderneming in het eerste jaar van de fusie, en het tweede scenario het meten van succes en de prestaties drie jaar na de fusie aankondiging. Het meten van succes gebeurt door middel van het omzetten van kwalitatieve- en kwantitatieve data, die verzameld is volgens het derde onderdeel van de dataverzameling, naar een gemiddelde kwantitatieve score met een maatstaf van 1 t/m 5, waarbij een minimale score van één staat voor een onsuccesvolle fusie, en een maximale score van vijf staat voor een succesvolle fusie.

Om tot een gemiddelde totaalscore te komen, is per determinant een raamwerk met onderliggende factoren gemaakt, waarbij schriftelijke en cijfermatige data middels een Likertschaal van 1 t/m 5 omgezet kan worden in een gemiddelde kwantitatieve score, zie appendix D1 t/m D10.

Voor de determinanten; strategische visie, lange termijn doelstelling, winstgevendheid, Synergie, consument en werknemer geldt een score van 5 als meest positief in de meting van succes, en een score van één als meest negatieve score van succes.

Bij de determinanten van Fit is een indeling gemaakt van 'sterk overeen' en 'sterk verschillend', waarbij 'sterk overeen' een fusie score heeft van vijf en overeenkomt met 'fusie succes', en 'sterk verschillend' een fusie score van één en overeenkomt met 'geen succes'.

Voor iedere fusie is in het eerste- en derde jaar per determinant een gemiddelde score te berekenen van waaruit vervolgens over alle zeven determinanten een overall gemiddelde score per fusie in het eerste en derde jaar is te bepalen, zie tabel 7 ter illustratie.

1e jaar				3e jaar			
Score	determinanten succes	Weging	100%	Score	determinanten succes	Weging	100%
Strategische visie		4,4		Strategische visie		4,2	
Fit		3,9		Fit		4,1	
Lange termijn doelstelling		3,5		Lange termijn doelstelling		3,3	
Winstgevendheid		1,0		Winstgevendheid		1,8	
Synergie		1,0		Synergie		2,3	
Consument		4,5		Consument		3,5	
Werknemer		1,5		Werknemer		1,3	
Gem. score		100%	2,8	Gem. score		100%	2,9

Tabel 9

Bij de inschaling is in de eerste instantie gebruik gemaakt van een gemiddelde, waarbij de determinanten onderling een gelijke weging in de beoordeling van succes hebben.

De ondernemingen A t/m T kunnen nu in het analyse model geplaatst worden, aan de hand van het coördinaat van **[car⁺, succes]** en **[car⁻, succes]**.

4. Analyse van de resultaten

4.1 Event studie (korte termijn)

4.1.1 Beschrijvende statistiek en significantie

Volgens de eerste stap in het onderzoek is een event studie uitgevoerd om te testen of fusie aankondigingen inderdaad leiden tot significant positieve marktreacties. Over het gehele sample van 176 aankondigingen is een gemiddeld cumulatief return over het event window $[-5,5]$ van 0,33% waar te nemen, waarbij op de dag van aankondiging $[0]$ een gemiddeld cumulatief return van 1,29 % geldt en , zie tabel 10

Event day	AR gem	CAR
-5	-0,002170883	-0,002170883
-4	0,005473812	0,003302929
-3	-0,000211792	0,003091137
-2	0,003677291	0,006768428
-1	-0,000634699	0,006133729
0	0,006844176	0,012977905
1	-0,005038046	0,007939859
2	0,001996908	0,009936767
3	-0,002620548	0,00731622
4	-0,002839287	0,004476933
5	-0,00116437	0,003312563

Tabel 10

Opvolgend is gekeken of het fusie event een significant effect heeft gehad. Dit is gedaan met de methode Standardized returns test, waarbij het uitgangspunt is dat er geen onderlinge afhankelijkheid is tussen de events.

Verwijzend naar de vraag, ‘leiden fusie events tot significant positieve marktreactie op de dag van aankondiging $[0]$?’ , dan kan op basis van de uitkomsten gesteld worden dat er wel een significante reactie is waar te nemen, maar dat dit geen positieve reactie is. Positief significante returns [SAR] doen zich op dag $[0]$ niet voor, er is alleen op dag twee een significant positief return waar te nemen.

Window $[-5,5]$	(Total SAR)	TSAR	TSAR	90%	95%	99%
	Z-statistic	P-value	p<0,10	p<0,05	p<0,01	
-5	-3,83	0,29	0,775	n.sig	n.sig	n.sig
-4	21,81	1,63	0,103	n.sig	n.sig	n.sig
-3	2,11	0,16	0,875	n.sig	n.sig	n.sig
-2	-9,43	-0,70	0,481	n.sig	n.sig	n.sig
-1	5,64	0,42	0,673	n.sig	n.sig	n.sig
0	-29,20	-2,18	0,029	sig	sig	n.sig
1	-32,74	-2,45	0,014	sig	sig	n.sig
2	35,44	2,65	0,008	sig	sig	sig
3	-7,58	-0,57	0,571	n.sig	n.sig	n.sig
4	-26,46	-1,98	0,048	sig	sig	n.sig
5	-12,37	-0,92	0,356	n.sig	sig	n.sig

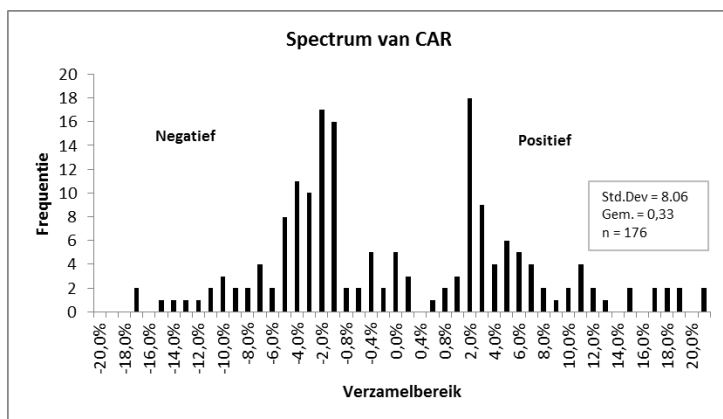
Tabel 11

Op basis van deze uitkomsten is al enigszins met een zekerheid van 90% en 95% te stellen dat er zich op de dag van aankondiging [0] geen significant positieve returns voordoen. Om de analyse verder compleet te maken is gekeken naar de significantie van het samengesteld standardized return TSAR. Hieruit blijkt dat geen enkele dag in het event window een significante waarde laat zien, zie tabel 9. Dit is niet verassend om dat er alleen op dag [2] een positief return is waar te nemen

Window [-5,5]	Cumulative		Cumulative		Cumulative			90%	95%	99%
	TSAR	TSAR Z-statistic	TSAR p-value		p<0,10	p<0,05	p<0,01			
-5	-3,83	-0,29	0,775	n.sig	n.sig	n.sig				
-4	17,98	0,95	0,344	n.sig	n.sig	n.sig				
-3	20,09	0,86	0,388	n.sig	n.sig	n.sig				
-2	10,66	0,40	0,691	n.sig	n.sig	n.sig				
-1	16,30	0,54	0,587	n.sig	n.sig	n.sig				
0	-12,90	-0,39	0,695	n.sig	n.sig	n.sig				
1	-45,64	-1,29	0,199	n.sig	n.sig	n.sig				
2	-10,20	-0,27	0,788	n.sig	n.sig	n.sig				
3	-17,78	-0,44	0,659	n.sig	n.sig	n.sig				
4	-44,24	-1,04	0,297	n.sig	n.sig	n.sig				
5	-56,60	-1,27	0,204	n.sig	n.sig	n.sig				

Tabel 12

Aan de hand van de statistische uitkomsten van de SAR en TSAR op dag [0], valt te concluderen dat markten volgens de SAR significant negatief reageren op de dag van de fusie aankondiging. Maar verder gebaseerd op de cumulatieve TSAR, zich geen significante reacties voordoen. Overall valt te stellen dat de uitkomsten in lijn met de literatuur staan, waarin gesteld is dat fusies significant minimale positieve rendementen laten zien en hiermee is tevens aan te tonen dat markten efficiënt werken en de werking van arbitrage. Echter is wel zo dat de spreiding rondom de gemiddelde rendementen groot is waardoor te concluderen valt dat er op individueel niveau door de markt wel positieve reacties zijn waar te nemen, zie figuur 10.



Figuur 10.

Hiermee kan op individueel niveau gekeken worden of de markt daadwerkelijk in lijn heeft handelt met de publieke aankondigingen en beschikbare informatie op het moment van aankondigen en drie jaar na de aankondiging.

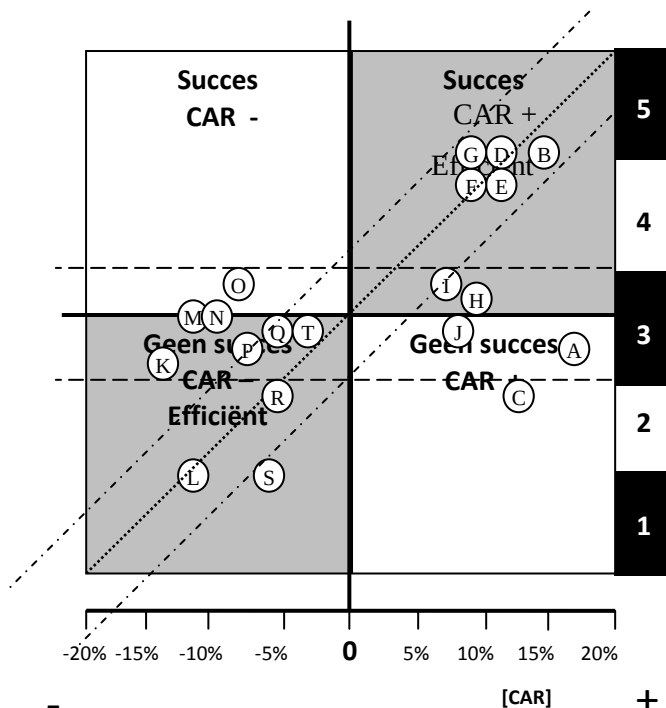
4.2 Case studie (lange termijn)

4.2.1 Overzicht resultaten 1^e en 3^e jaar

Met behulp van een case study is op basis van de CAR van de 20 individuele gevallen gekeken of de markt bij aankondiging en de beschikbare publieke informatie een juiste inschatting van de fusie weet te maken, grofweg het eerste jaar genoemd, en of dit in verhouding staat met de publieke informatie van het derde jaar wanneer de fusie theoretisch feitelijk op z'n plaats valt. Op basis van deze individuele gevallen wordt getracht of er een uitspraak te doen is over de efficiëntie van de markt in het grotere geheel. Tevens heeft het model van de case studie nog een bijkomend aspect, namelijk dat wanneer de marktschatting [CAR] consistent overeenkomt met de fusie score, het raamwerk voor fusiesucces enigszins een juiste format is om het succes van een fusie te meten. Het model van de case studie werkt dan twee kanten op.

1^e jaar

Volgens de eerste fusie aankondiging en op basis van de accounting gegevens is in het eerste jaar van de fusie te zien dat vijf fusiebedrijven; B,D,E ,F,G volgens het raamwerk met een potentieel positief fusie succes ingeschaald kunnen worden, score van 4 en hoger (zie figuur), en dat deze fusies door de markt ook gewaardeerd worden met een hoog cumulatief return.



Figuur 11. 1^e jaar bij aankondiging

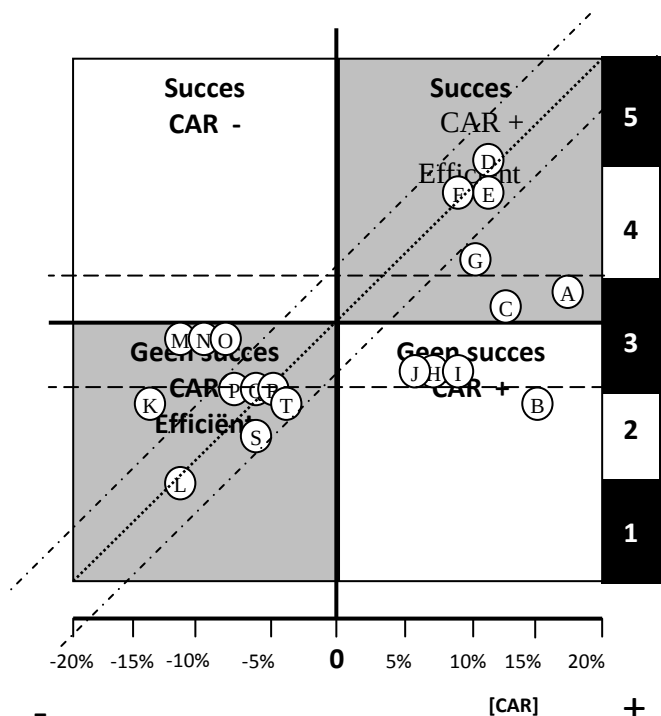
Eveneens zijn er een drietal ondernemingen R,L,S die volgens het raamwerk ingeschaald worden met een laag fusie potentieel en ook daadwerkelijk door de markt gewaardeerd worden met een laag

cumulatief return. Vanuit deze beide waarnemingen valt te concluderen dat de markt enigszins slechte verwachtingen van een fusie negatief waardeert, en potentiële verwachtingen van een fusie positief waardeert. In het figuur is te zien dat deze fusiebedrijven de theoretische lijn volgen van de EMH, wat een bekachting van de theorie is. Echter bevindt zich van de 20 geselecteerde ondernemingen een elftal fusiebedrijven, H,I,J,K,M,N,O,P,Q,T in de middenmoot met een score van 3. Hierbij is de verwachting van het fusie potentieel nog niet duidelijk positief of negatief te kwalificeren, waarbij de markt voor een zevental fusiebedrijven K,M,N,O,P,Q,T een negatieve CAR laat zien en voor een viertal I,H,J,A een positieve CAR. Hierbij heeft de markt voor de fusies met een positieve CAR toch een positieve verwachting, maar is het de vraag of deze verwachtingen daadwerkelijk te maken hebben met het fusie potentieel.

Fusie C laat een negatief fusie potentieel zien, score van 2, met een positieve CAR. Ook hier heeft de markt toch een verwachting van de fusie, ondanks dat het theoretische potentieel van de fusie sterk negatief is. Op basis van deze waarneming is niet te concluderen of er zich enige vorm van markt efficiëntie voordoet. In z'n totaliteit is in het eerste jaar voor 40% van de waarnemingen de theorie van EMH mogelijk te bevestigen.

3^e jaar

In het derde jaar is gekeken of de fusie voldaan heeft aan de verwachtingen, zoals die bij de eerste aankondiging zijn gesteld. Zijn alle synergie voordelen wel gehaald en is de fusie op z'n plek gevallen, kortom: staat de inschaling volgens de markt op het moment van aankondigen in verhouding tot het werkelijke succes van de fusie 3-jaar na aankondiging, zie figuur 12.



Figuur 12. 3-jaar na aankondiging

Kijkend naar de linker kant van het figuur is te zien dat een zestal van de fusies K,O,P,Q,T zich verder in het vlak van ‘Geen succes’ naar de lijn van de EMH begeven. De fusies bij aanvang met een negatieve CAR blijken na drie jaar inderdaad negatief te scoren in fusie succes. De fusies R en L blijven in positie, en staan in overeenstemming met de EMH

In het rechter deel is te zien dat het drietal D,E,F, volgens de eerste inschaling van de CAR ook daadwerkelijk na drie jaar exact gelijk positief in Fusie succes scoren, ook hier staan de fusies in overeenstemming met de EMH.

In de middenmoot A,H,I,J,M,N,O staan de fusies die aanvankelijk bij de eerste inschaling een neutraal profiel van fusie succes hadden, waarbij de markt toch een verwachting had middels het toekennen van een positief of negatief rendement, en die uiteindelijk niet gerealiseerd is.

Door grafisch in het figuur rondom de EMH-lijn een bandbreedte aan te brengen met een waarde die gelijk is aan één succeswaarde, is het mogelijk om te stellen dat negen van de fusies de EMH lijn volgen, van hieruit is te stellen dat voor 45% van de fusies de EMH mogelijk te bevestigen is.

Naast de fusies die de theoretische lijn volgen en de grove middenmoot, zijn er de inschalingen met een zeer hoge verwachting die uiteindelijk naar drie jaar zwaar tegen vallen in het realiseren van de beoogde synergie, fusie B en G.

Ter verduidelijking en als voorbeeld van de inschaling volgens appendix D1 t/m D10, is voor fusie B een globale uitwerking gegeven met in appendix 11 de uiteindelijke score.

4.2.2 Case Patchmark Stores inc. & Great Atlantic & Pacific Tea (B)

Op 27 februari 2007 is door Great Atlantic & Pacific Tea Company, Inc. (A&P) aangekondigd dat A&P en Pathmark Stores, Inc. (Pathmark) een definitief samenwerkingsverband aangaan, waarbij A&P voor 1,3 miljard dollar Pathmark stores over neemt, waardoor er een winkelketen van 550 winkels ontstaat met een omzet van 11 miljard dollar die actief is in New York, New Jersey, Philadelphia metro omgeving, Baltimore/Washington DC, Michigan en Louisiana.

Pathmark store is een regionale supermarktketen die 141 operationele supermarkten heeft in de omgeving van het centrum van New York, New Jersey en Philadelphia.

De naam Pathmark is opgericht in 1968, en deze nieuwe winkels vormen een toegang voor ‘easy, one-stop shopping. De onderneming was een pionier in het ‘Super center ‘concept’, waarin traditionele kruidenier en bederfelijke goederen gecombineerd werd met een ruim aanbod aan niet-levensmiddelen, met inbegrip van kleine apparaten. Pathmark stores was de eerste supermarkt in het

noordoosten van Amerika die zeven dagen in de week 24 uur per dag open is. Ook was het een onderneming die als een van de eersten bij de kassa gebruik maakten van register scanners.

The Great Atlantic & Pacific Tea Company, Inc. is een van Amerika's eerste en oudste landelijke opererende supermarkt keten. Meer dan 150 jaar geleden is A&P met operationele activiteiten gestart als de The American Tea Company. De eerste winkel was te vinden op de Vessey Street in New York City, waar thee koffie en specerijen verkocht werden tegen aantrekkelijk prijzen. Al snel sprongen de winkels rondom het centrum van New York als paddenstoelen uit de grond en ontstond er een intensieve handel van goederen met paard en wagen over de weg naar New England en de Mid-west. In 1869 werd het bedrijf omgedoopt tot de 'The Great Atlantic Tea Company i.v.m. met de herdenking van de eerste transcontinentale spoorweg met het voornemen dit uit te breiden over het gehele continent.

In 1936 werd A&P de eerste nationale supermarktketen in de VS en werd het een marktleider in innovatieve winkel concepten en het concept van winkelen radicaal heeft verbeterd en veranderd. Door de indringende advertising en promotie activiteiten wist A&P een groot publiek te bereiken, waardoor het een Amerikaans icoon is geworden.

A&P heeft 316 winkels in negen staten en districten van Columbia onder de handelsnamen A&P, Waldbaum's The Food Emporium, Super Foodmart, Super Fresh, Farmer Jack, Sav-A-Center en Food Basics.

De fusie van deze twee iconen in de Retail heeft tot doel om A&P's financiële performance, efficiency en concurrentievermogen te verbeteren, substantieel voordeel voor aandeelhouders te creëren, en bied een verhoogde veiligheid van de werkgelegenheid en kansen voor de werknemers.

De fusie creëert substantieel voordeel voor de gecombineerde onderneming op de volgende punten;

- Door de toevoeging van een groot assortiment van Pathmark merken, grotere volumes en een prijs impact operating format, die een aanvulling vormen op A&P's discounts, fresh en gastronomische producten, waardoor er een grotere diversiteit ontstaat in de doelgerichte retail formats in het noordoosten van Amerika.
- De combinatie van de onderneming biedt de mogelijkheid om een kostenreductie uit te voeren, waardoor de onderneming weer concurrerend wordt.
- Een leidend marktaandeel in New York, toename van 15%, en een significante toename van het marktaandeel in Philadelphia en Baltimore.
- Een aantrekkelijke uitbreiding van het portofolio in onroerend goed en strategische winkel locaties in de dichtstbevolkte gebieden van het noordoosten van de VS.
- Handhaven van de 97% EBITDA uit handelsactiviteiten van de gecombineerde onderneming, op basis van historische pro forma i.v.m. desinvesteringen.

- Het verbeteren van het bedrijfsprofiel, gebaseerd op het realiseren van 150 miljoen synergie uit de integratie, die binnen 18-24 maanden bereikt moet worden.
- De fusie tussen A&P en Pathmark's technologie levert een sterk platform om de business van beide ondernemingen te ondersteunen.
- Behoud van beide merken met activiteiten in verschillende divisies met het behoud van het (leidinggevend) personeel van Pathmark om de integratie activiteiten te ondersteunen en de business van de gecombineerde onderneming verder te brengen.

De beide ondernemingen hebben het binnen de reetail branche moeilijk, A&P heeft van de afgelopen zes jaar, vijf jaar aan omzet verloren, en Pathmark heeft de afgelopen drie jaar geen winst gemaakt.

1^e Jaar

Op basis van alle publieke informatie die er beschikbaar is, maakt de markt op het moment van aankondigen een inschatting van de fusie en laat het een positief rendement van + 14,8% zien. De markt heeft positieve verwachting van de fusie en de toekomstige cashflow van de onderneming.

Op basis van het raamwerk kan een kwalitatieve inschatting van de fusie gemaakt worden.

Een van de uitgangspunten binnen de fusie is dat beide ondernemingen met ieder een eigen identiteit blijft bestaan. Hierbij hanteren de beide onderneming een eigen missiestatement.

De Pathmark store zet in op "Easy one-stop shopping" met een supermarkt die direct in de omgeving ligt van haar klanten, en A&P zet in op "Strives to better meet the needs of families in all of the neighborhoods we serve", ook hier is de inzet op een supermarkt die dicht betrokken is bij zijn klant.

Binnen de beide organisaties wordt er duidelijk gebruik gemaakt van een missiestatement en waarbij de eigen identiteiten tijdens de fusie behouden blijven.

De beide ondernemingen zijn beursgenoteerde bedrijven en hebben groot blok van aandeelhouders, dit maakt dat er naast het hogere doel een duidelijk aandeelhouders belang is, wat van invloed is op de langere termijn visie van de onderneming en het uiteindelijke doel van de fusie.

Strategisch bezien, wordt de onderneming groter in het aantal verkooppunten, maar deze vergroting is zeer plaatselijk gericht, voornamelijk in de omgeving van New York. De Patchmark store is in relatie tot A&P relatief klein, en mondiaal bezien leidt deze fusie niet tot een mondiale vergroting van het marktaandeel.

De ondernemingen laten de beide ketens afzonderlijk bestaan en maken gebruik van de onderlinge bestaande verkoopkanalen, producten en markten die zij bedienen. Door de verscheidenheid van markten en producten is het mogelijk om te differentiëren waardoor de marges kunnen verbeteren. En doordat resources worden gedeeld is het mogelijk om de kostenstructuur te verbeteren en wordt er ingezet op een lage kosten strategie.

Volgens de inschaling van strategische visie is er op basis van deze punten te constateren dat er een positieve uitspraak te doen is over de strategische visie van de onderneming, zie **Appendix D1**.

Beide ondernemingen bevinden zich in de Retail branche en verkopen levensmiddelen aan de consument, echter in verschillende geografische gebieden. De consument kan in dit geval als een vergelijkbaar type klant worden gezien met een vergelijkbare behoefte, waarbij de producten is een vergelijkbare behoefte en functie voorzien.

De synergie die een fusie kan opleveren is sterk gerelateerd aan de grootte van beide ondernemingen. Te veronderstellen valt dat twee even grote ondernemingen meer synergie kunnen opleveren, omdat er meer kansen liggen. In dit geval is er een ongelijkheid in grootte tussen beide ondernemingen waardoor de potentie in synergie gematigd is. S&P heeft een verkoopoppervlakte van 1.264.000 m² en wereldwijd 38.000 werknemers en een omzet van 6,8 miljard tegen Pathmark, circa 650.000 verkoopoppervlakte, 13.000 werknemers en 3,8 miljard omzet.

Volgens de inschaling van strategisch fit, zie **appendix D2**.

De beide ondernemingen gaan een horizontale fusie aan. In deze vorm van fusie sluiten de ondernemingen vaak aan in structuur en technieken, waardoor er al snel efficiency slagen te maken zijn omdat er dubbele processen aanwezig zijn.

In de corporate governance structuren van beide ondernemingen kent een overeenkomst. Het zijn top-down geleide ondernemingen en de beide organisaties zijn prestatiegericht ten gevolge van een sterk aandeelhoudersbelang, waarbij A&P in de nieuwe gecombineerde structuur één voornaamste aandeelhouder kent.

De ondernemingen blijven afzonderlijk de eigen markt bedienen en krijgen hier ook de mandaat voor. Dit laat beide culturen volledig in tact, waarbij het risico van afbreuk laag is, wat een gunstige uitwerking heeft op de dagelijkse operationele activiteiten.

Op basis van aanvullende informatie uit jaarverslagen en de accounting gegevens is een inschaling te maken voor de culturele en organisational fit, zie **appendix D3 en D4**.

Geografisch gezien verschillen de ondernemingen. A&P is met circa 400 winkels operationeel in negen staten van Amerika met aanvullende activiteiten in Colombia. Pathmark is met circa 140 winkels voornamelijk actief in New York, New Jersey en Pennsylvania.

De fusie heeft tot gevolg dat er een clustering van 550 winkels ontstaat die actief zijn New York, New Jersey, Philadelphia en in de staten, Michigan, Louisiana, Baltimore, Washington, D.C.

De winkels van Pathmark zijn voornamelijk gesitueerd in de steden en de winkels van A&P voornamelijk buiten stedelijk.

Beide ondernemingen hebben de transportactiviteiten uitbesteed aan externe partijen in de transportsector. Ten tijde van de fusie zijn er in deze sector partijen geclusterd waardoor het voor de Railindustrie lastiger is geworden om te plannen en de investeringen voor voorraden toenemen. Daarnaast zijn de oude communicatie lijnen en middelen niet meer bruikbaar en moet de onderneming investeren in nieuwe communicatiesystemen.

Op basis van verdere informatie uit jaarverslagen en de accounting gegevens is volgens **appendix D6** een inschaling gemaakt.

De voornaamste doelstellingen op de lange termijn zijn om de integratie te laten slagen en kostenbesparingen door te voeren, waardoor er strategisch gestuurd kan worden op goedkopere producten en grotere volumes.

Het beleid is voor de eerste twee jaar vastgesteld en men denkt binnen dit termijn een besparing te behalen. Om het beleid te kunnen consolideren vinden er in de top van de organisatie geen wisselingen in plaats en heeft de grootste aandeelhouder zich unaniem uitgesproken over de fusie. De doelen van het management en de grootste aandeelhouder liggen hiermee op één lijn.

Met behulp van verdere informatie uit jaarverslagen is volgens **appendix D7** een inschaling gemaakt.

In het eerste jaar van de fusie laat de gebonden onderneming een stijging zien in omzet en cashflow. Gemiddeld binnen de Retailbranche is per jaar een groei aanwezig van 7% waarbij de natuurlijke producten een groei van 15,8% laten zien. De waarden van het fusiebedrijf laten in het boekjaar 2007 een lichte stijging zien in omzet en cashflows, waarbij in het boekjaar 2008 van de fusie een omzetvergroting van 48% is waar te nemen. Grofweg valt te stellen dat de onderneming een stijgende lijn is aan het volgen en dat de fusie zijn uitwerking begint te krijgen.

Ook in het eerste jaar is er een licht verbetering waar te nemen in de ROA, echter blijft de onderneming op dit vlak, in vergelijking met de branche, één van de slechts scorende ondernemingen.

Met behulp van verdere informatie uit jaarverslagen is volgens **appendix D7 en D8** een inschaling gemaakt.

In het boekjaar 2007 van de fusie zijn er procentueel geen grove afwijkingen waar te nemen in de productiviteit en de efficiëntie van de onderneming, echter in het boekjaar van 2008 gaat dit veranderen en kent de productiviteit een vergroting van 48% en daar waar de werkgelegenheid in de branche een groei van circa 2% laat zien, zet de onderneming een daling in, maar dit blijft binnen de 5% wat als een normaal niveau beschouwd mag worden.

Globaal is de positie van de werknemers onveranderd, zie inschaling volgens **appendix D9**.

In het eerste jaar van de fusie is er een uitbreiding van het aantal winkels in verschillende gebieden zowel in de steden als buiten de steden, hierdoor is het serviceniveau naar de consument gestegen.

De bestaande winkels heeft men niet veranderd, zodat klanten nog steeds gebruik kunnen maken van de winkel die in de buurt ligt.

In het eerste jaar zijn er lichte aanpassingen in prijzen geweest. Pathmark heeft een grote set aan eigen merken die de onderneming heeft laten bestaan met de bijbehorende prijs, en heeft de andere labels iets verhoogd om het onderscheidt te maken.

Het hoge management is niet vervangen van de onderneming, dit zou het klantenvertrouwen kunnen drukken, maar er zijn vanuit de organisatie verschillende projecten die inspelen nieuwe communicatie technieken naar de klant wat bij kan dragen aan de betrokkenheid van de klant.

Volgens **appendix D10** is een inschaling gemaakt

3^e Jaar

Voor het derde jaar is eveneens een inschaling gemaakt met de belangrijkste punten in ogenschouw genomen waar de fusie niet voldaan heeft aan de verwachtingen.

De gebonden onderneming is in de drie jaar na de fusie geconfronteerd met een veranderende markt waarin het niet heeft kunnen inspelen op het handhaven van werkgelegenheid, winstgevendheid en synergie.

A&P en Patchmark heeft door de fusie een wijd vertakt netwerk gekregen en een groot assortiment. De beide ondernemingen hebben zelf geen distributiesysteem en laten dit over aan een externe partij.

De transportsector is gedurende de fusie zich gaan hervormen waarbij een andere manier van communicatie nodig is om voorraden op tijd in huis te hebben. Voor A&P en Pathmark leidt dit tot het langdurig aanhouden van voorraden waardoor dit een druk legt op de operationele cashflow van de onderneming. Kleinere bedrijven blijken in de praktijk hier geen last van te hebben.

Daarnaast vind er binnen de branche een versnippering plaats die meer inspeelt op de specifieke wensen van de klanten. Door de fusie ontstaat er een situatie dat supermarkten zich in de buurt begeven waar winkels al inspelen op de specifieke behoefte en is de onderneming genoodzaakt is om panden te sluiten en werkgelegenheid op te geven.

In **appendix 11** is een samenvattende inschaling gegeven van het derde jaar.

5. Conclusies

5.1 Samenvattend

Samenvattend zien de resultaten er bemoedigend uit. Als de markt negatief gestemd is over een voorgenomen fusie dan hebben ze gelijk, en zeker op de middellange termijn. Als de markt positief gestemd is dan lijkt ze de positieve gevolgen nogal eens te overschatten.

Grofweg valt te veronderstellen dat de markt toch wel trekken vertoont van efficiëntie, echter lijkt dit niet voor alle fusies van toepassing. Blijkbaar zijn er fusies tussen bedrijven waar de markt ook geen goed beeld over kan vormen. Het gevolg hiervan is dat er soms verschijnselen zijn waar te nemen zijn die niet stroken met de gangbare EMH theorie. Wetenschappelijk wordt hiermee de theorie van marktefficiëntie volgens Fama enigszins bekrachtigd

Een anders aspect dat naar voren komt is dat bij de juiste inschatting van de markt het kader van fusie succes enigszins in overeenstemming is met wat de markt doet en hiermee vormt het kader van succes, bestaande uit de zeven determinanten, een toevoeging aan de bestaande literatuur die het succes van fusies beschrijft. Mede doordat de literatuur vaak het succes middels eenzijdige determinanten onderzoek, vaak strategisch of financieel gericht, en er weinig onderzoeken zijn die gebruik maken van strategische- en financiële determinanten tezamen.

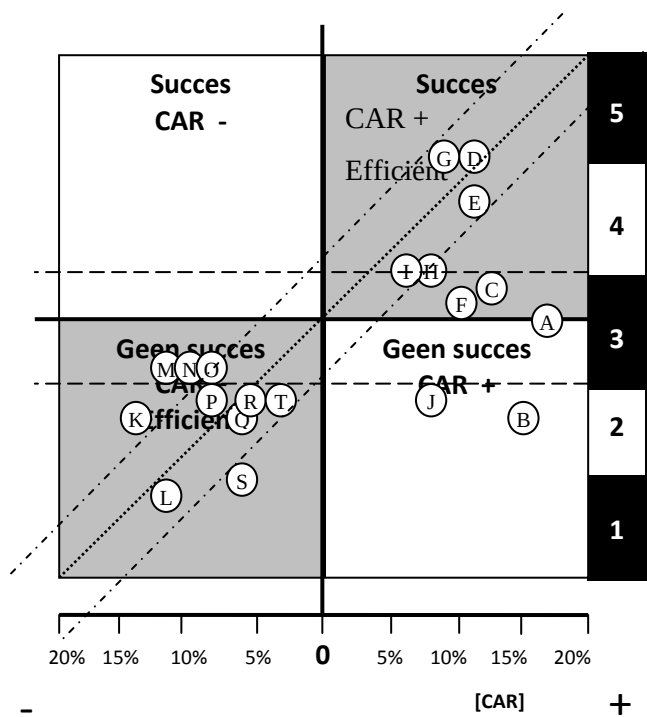
Praktisch gezien laat het onderzoek zien dat de CAR een indicator is om aankondigingen van fusies te meten waardoor een event studie een bruikbare methodologie is. Dit levert een verder onderbouwing van de methodologie.

Verder laat de studie zien dat fusies in sommige gevallen een positief rendement behalen en dat fusies over het algemeen waarde vernietigen.

Het onderzoek heeft niet tot doel gehad om te laten zien dat de huidige onderzoeken niet kloppen ten gevolge van verkeerde data of interpretaties.

Opm:

Door het toepassen van een gewogen gemiddelde, in plaats van een *equally-weighted*, leidt niet tot wezenlijk andere inzichten en conclusies, zie figuur 13. Dit geeft een verder bevestiging van de gebruikte measurements.



Figuur 13.

5.2 Reflectie

Wetenschappelijk gezien dient dit onderzoek een verdere ondersteuning te bieden aan de bestaande EMH theorie van Fama (1970). Dit is gedaan op basis van een event studie met 176 fusiebedrijven en een case studie waarin 20 fusiebedrijven zijn belicht. Het aantal van de fusiebedrijven die belicht zijn in de case studie kan aangemerkt worden als een te laag aantal om de bestaande literatuur te ondersteunen. Echter deze twintig fusiebedrijven zijn niet willekeurig gekozen, maar geselecteerd op basis van de bij behorende meest positieve en negatieve marktreactie en samengesteld uit verschillende sectoren. Door het toepassen van verschillende sectoren is de verwachting dat er een betrouwbaarder patroon ontstaat en de vraag is of het toepassen van meer fusiebedrijven in de case studie tot wezenlijk andere conclusies leidt. Mogelijk is dit een aspect voor vervolgonderzoek.

Een ander aspect is de termijn waarover gemeten is. Langere termijnen meten is lastig. Probleem wat optreedt op de langere termijn is dat niet geheel zuiver de gevolgen van de fusie gemeten wordt. Gedurende drie jaar na de fusie kunnen er gebeurtenissen optreden die niet in verhouding tot de fusie staan. Voorbeelden hiervan zijn overheidsreguleringen of sterke mondiale gebeurtenissen waardoor de rendementen of werkgelegenheid binnen een bedrijfstak volledig kunnen veranderen.

In de methode van onderzoek is een event study gebruikt. De nadelen van een event studie is dat je feitelijk de snelheid meet waarmee een aandeel veranderd op basis van een aankondiging, en het moeilijk is om de werkelijke datum van aankondiging te achterhalen, waardoor het moeilijk is om het event binnen het juiste event-window te vatten.

Tevens doe je binnen de event study een uitspraak over de return op basis van een geschatte β van de markt, echter je kent het echte risico van de markt niet waardoor het return arbitrair is.

De measurements van succes leiden bij het gebruik van een gewogen gemiddelde niet tot wezenlijk anderen uitkomsten, dit geeft in de eerste instantie de indruk dat de determinanten robuust genoeg zijn. Echter met de gebruikte determinanten zijn er een zestal fusies die niet helder ingeschaald kunnen worden waardoor het succes van de fusie neutraal blijft. Dit kan betekenen dat deze fusies met heel andere redenen zijn ingezet en die niet met de gebruikte determinanten te meten zijn, of de gebruikte determinanten zijn toch nog niet sluitend genoeg. Een aspect hierbij is dat de accountinggegevens die in de measurements gebruikt zijn mogelijk verkeerde informatie bevatten omdat ze verkeerd in de boeken terecht zijn gekomen of door het management gemanipuleerd zijn.

In het onderzoek is een likertschaal van 5 stappen toegepast, misschien zijn deze stappen te grof geweest en kan een fijnere verdeling tot een beter inzicht leiden.

Opvolgend kan in vervolgonderzoek door specifiek naar een bedrijfstak te kijken tot nog meer aanvullend inzicht leiden.

Literatuur

- Adolph, G., Buchanan, I., Hornery, J., Jackson, B., Jones, J., Kihlstedt, T., Neilson, G., Quarls, H. (2001). Merger integration—delivering on the promise. *Booz Allen & Hamilton*: McLean, July report.
- Ashenfelter, O. C., & Hosken, D.S. (2008). The Effect of Mergers on Consumer Prices: Evidence from Five Selected Case Studies, *NBER Working Paper*, 2008.
- Asquith, P., & Kim, E.H., (1982) The impact of merger bids on the participating firms' security holders. *The Journal of Finance*, Vol. 37, No. 5.
- Aivazian, V., Ge, Y., Qiu, J., (2005). Corporate governance and manager turnover: An unusual social experiment. *Journal of Banking and Finance*,
- Balkin, D. B., & Gomez-Mejia, L. R., Matching compensation and organizational strategies, *Strategic Management Journal*, 11, 1990, 153-169.
- Bart C, Baetz, M. (1998). The relationship between mission statements and firm performance: An exploratory study. *Journal of Management Studies*, 35,
- Bastien, D.T., & Van de Ven, A.H. (1986), Managerial and Organizational Dynamics of Mergers and Acquisitions, Unpublished paper, University of Minnesota.
- Barkema, H. G., & Schijven, M. (2008). Toward unlocking the full potential of acquisitions: The role of organizational restructuring. *The Academy of Management Journal* , 51(4), 696-722.
- Bhagat, R. S., & McQuaid, S. J.,(1982) Role of subjective culture in organizations: A review and directions for future research, *Journal of Applied Psychology*, 67(5), 653-685.
- Brouthers, K. D., van Hastenburg, P., & Van den Ven, J. (1998). If most mergers fail why are they so popular?, *Long Range Planning*, 31(3), 347-353.
- Brown, C., & Medoff, J. L., (1988). The impact of firm acquisition on Labor', in Auerbach A. J. (ed.), Corporate Take-overs: Causes and Consequences, *University of Chicago Press*, London and Chicago, 9-25.
- Brown, S.J., & Warner, J.B., (1980) Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 8.
- Brown, S.J., & Warner, J.B. (1985) Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14.
- Buono, A. F., Bowditch, J. L., & Lewis, J. W. (1985). 'When cultures collide: The anatomy of a merger, *Human Relations*, 38(5), 1985, pp. 477-500.
- Bruno, A.F. & Bowditch, J.L. (1989). The Human Side of Mergers and acquisitions, *Jossey-Bass Publishers*, San Francisco

- Buono, A.F., Bowditch, J.L. & Lewis, J.W. (1985). When Cultures Collide: The Anatomy of a Merger, *Human relations*, 38, 477-500
- Campbell, A. (1989). Does your organization need a mission?. *Leadership and Organization Development*, 3.
- Campbell A, Yeung, S. 1991. Creating a sense of mission. *Long Range Planning* 42(4), 10-2
- Campbell,A.(1993). 'The power of mission: aligning strategy and culture'. *Planning Review*, Special Issue.
- Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1996). Managing mergers, acquisitions, and strategic alliances: *Integrating people and cultures*, 2nd ed.
- Cartwright, S. (1997). Organizational partnerships: The role of human factors in mergers, acquisitions and strategic alliances. In: C. L. Cooper & S. E. Jackson (Eds), *Creating Tomorrow's Organizations*, 251–267
- Collis, J., & Hussey, R. (2009). Business research: A practical guide for undergraduate and postgraduate students.
- Cools, K., Gell J, Kengelbach J, Roos A. (2007). The brave new world of M&A: how to create value from mergers and acquisitions. *Boston Consulting Group*: July report, Boston
- Cording, M., Christmann, P., & King, D. R. (2008). Reducing causal ambiguity in acquisition integration: Intermediate goals as mediators of integration decisions and acquisition performance. *The Academy of Management Journal (AMJ)*, 51(4), 744-767.
- Chatterjee, S., Lubatkin, M.H., Schweiger, D.M., Weber, Y., (1992). Cultural differences and shareholder value in unrelated acquisitions: linking equity and human capital. *Strategic Management Journal* 13(5), 319–334.
- Cheit, E.F. (1964). The business establishment. New York; Wiley.
- Dahlstrom, R., McNeilly, K.M., Speh, T.W., 1996. Buyer–seller relationships in the procurement of logistical services. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 24 2., 110–124.
- Datta, D.K. (1991). Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration. *Strategic Management Journal*, 12(4), 281–297.
- Datta, D.K., Grant, J.H., (1990). Relationships between type of acquisition, the autonomy given to the acquired firm, and the acquisition success: An empirical analysis. *Journal of Management* 16(1), 29–44.
- Datta, D.K., Grant, J.H., Rajagopalan, N., (1991). Management incompatibility and postacquisition autonomy: Effects on acquisition performance. In *Advances in Strategic Management* 7, Shrivastava P (ed). JAI Press: Greenwich, CT; 157–182.
- David, K., & Singh, H. (1994). Sources of acquisition cultural risk. In: G. Krogh, A. Sinatra & H. Singh (Eds), *The Management of Corporate Acquisitions*. Houndmills: Macmillan.

- Davis, R. E., (1968), Compatibility in corporate marriages, *Harvard Business Review*, July-August, 86-93.
- Davidson, S. C. (1994). Creating a high performance international team'. *Journal of Management Development*, 13, 2, 81-90.
- Deal, T.E. & Kennecey, A.A. (1982), Corporate Cultures: The Rites and Rituals of Corporate Life, *Addison Wesley*: Reading MA.
- Drucker, P. (1974). Management: Tasks, Responsibilities and Practices. New York: *Harper & Row*.
- Duhaime, I.M., & Schwenk, Ch. R., (1985), Conjectures on Cognitive Simplification in Acquisition and Divestment Decision Making, *Academy of management Review*, 10, 287-295.
- Dyckman, T. D., Philbrick, & J. Stephan, J., (1984), A comparison of event study methodologies using daily stock returns: A simulation approach, Working paper, May (Cornell University, New York).
- Epstein, M. J. (2004). The drivers of success in post-merger integration. *Organizational Dynamics*, 33(2), 174-189.
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., Roll, R., (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review* 10, 1D21.
- Fama, E. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 20 (1970)
- Fama, E. F., & French, K.R., (1993), Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 33; 3-56.
- Folz, D. (1993). 'A culture of high performance'. *Executive Excellence*, 10, 2, February, 17.
- Fram, E.H., (1995). Purchasing partnerships: the buyer's view. *Marketing Management* 4 1., 49-55.
- Focarelli, D. & Panetta, F. (2003) Are Mergers Beneficial to Consumers: Evidence from the Market for Bank Deposits, *American Economic Review*, 93 (4), 1152-72.
- Galbraith, J. R. (1977) Organizational Design, *Addison-Wesley*, Reading, MA, 1977.
- Gould, M. & Campbell, A. (1989). Strategies and styles: The roles of the centre in managing diversified corporations. *Oxford*: Basil Blackwell.
- Govindarajan, V., & Fisher, J., (1990) Strategy, control systems, and resource sharing: Effects on business unit performance, *Academy of Management Journal*, 33(2), 259-285.
- Greis, N.P., Kasarda, J.D., (1997). Enterprise logistics in the information age. *California Management Review* 39 3., 55-78.

- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E., (1976), Information and competitive price systems. *American Economic Review*, 66, 246–53.
- Grossman, S.J., & Stiglitz, J.E., 1980, On the impossibility of informationally efficient markets, *American Economic Review*, 1, 393-408
- Halpern, P., (1983) .Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases: A Review of Event Studies Applied to Acquisitions,” *Journal of Finance*, 38
- Hayes, R. H., (1983) The human side of acquisitions’, *Management Review*, 68(11), 41-46.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1987). Acquisitions myths and reality, *Sloan Management Review*, 28(2), 5-58.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991), Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal, *Free Press New York*.
- Heide, J.B., John, G., (1992). Do norms matter in marketing relationships?, *Journal of Marketing* 56 2., 32–44.
- Healy, P.M., Palepu, K.G. and Ruback, R.S., (1997), Which takeovers are profitable: Stratégie or financial?“, *Shan Management Review*, Summcr 1997, 45- 57
- Henry, D. (2002). Mergers: why most big deals don’t pay off. *BusinessWeek*, 14, 60–70.
- Heide, J.B., Miner, A.S., (1992). The shadow of the future: Effects of anticipated interaction and frequency of contact on buyer– seller cooperation. *Academy of Management Journal* 35, 2., 265–291.
- Heide, J.B., John, G., (1992). Do norms matter in marketing relationships? *Journal of Marketing* 56 2., 32–44.
- Hoffmann, W. H., & Schaper-Rinkel, W. (2001). Acquire or ally?-a strategy framework for deciding between acquisition and cooperation. *Management International Review*, 41(2), 131-162.
- Hofstede, G. (1979), Value systems in forty countries, Interpretation, validation, and consequences for theory. In L.H. Eckenberger, W.J. Lonner & Y.H. Poortinga (Eds), cross-cultural contributions to psychology, Lisse, Netherlands; Swets and Zeitlinger.
- Hofstede, G.H. (1980). Culture’s Consequences: International Differences in Work-Related Values, *Sage Publications*, Beverly Hills CA;
- Holmstrom, B. (1979), Moral Hazard and Observability. *Bell Journal of Economics*, 10, 74-91.
- Ivancevich, J. M., Schweiger, D. M., Power, F. R. (1987) ,Strategies for managing human resources during mergers and acquisitions’, *Human Resources Planning*, 10(1), 19-35.
- Javidan, M., & House, R. J. (2002). The impact of national culture on large cross-border mergers: Lessons from GLOBE. Strategic Management Society conference, Paris.

- Jemison, D.B., Sitkin, S.B.,(1986). Corporate acquisitions: a process perspective. *Academy of Management Review* 11(1), 145–163.
- Jensen, M.C & Ruback, R.S (1983). The Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Jensen, M.C., (1978), Some anomalous evidence regarding market efficiency, *Journal of Financial Economics*, 6(2), 95-101
- Jensen, Michael C., (1984) Takeovers: Folklore and Science, *Harvard Business Review*, 109-121.
- Jensen, M.C., (1987), Takeovers their causes and consequences. *The Journal of Economic Perspectives*, 2, (1), 21-48
- Johnson, J.L., (1999). Strategic integration in industrial distribution channels: Managing the interfirm relationship as a strategic asset. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 27, (1), 4–18.
- Jordan, A.T. (1990). Organizational Culture and Culture Change: A Case Study , *Studies in Third World Societies* (Special issue on cross-cultural management and organizational culture), 42, 209-226
- Kabanoff, B., & Daly, J. P. (2000). Values espoused by Australian & US organizations. *Applied Psychology: An International Review*, 49(2), 284-314.
- Katzenbach, J. R. and Smith, D. K. (1993). The discipline of teams. *Harvard Business Review*, 71, (2), 111-120.
- Kehmal, H. (2002). In, A review of the literature on employee turnover, *African Journal of Business Management* , 049-054.
- Kennerly, M. and Neely, A., (2003), Measuring performance in a changing environment, *International Journal of Operations and Production Management*, 23, 213-229
- Keown, A., & Pinkerton, J., (1981), Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation', *Journal of Finance*, 36, 855-869.
- Kerr, J. (1982) Assigning managers on the basis of life cycle', *Journal of Business Strategy*, 58-65.
- Kerr, J. (1985) Diversification strategies and managerial rewards: An empirical study', *Academy of Management Journal*, 28, 155-179.
- Kerr, J., & Slocum, J.W., (1987) ,Managing corporate culture through reward systems', *Academy of Management Executive*, 1(2), 99-108.
- King, W.R., & Cleland, D.I., (1978) Strategic planning and policy. New York: Van Nostrand-Reinhold, 1978.
- Han, K.H. & Singal, V., (1993), Mergers and Market Power: Evidence from the U.S. Airline Industry," *American Economic Review*, 83, 549–569.
- Kitching, J. (1967). Why Do Mergers Miscarry?, *Harvard Business Review*, 45, 84-101

- Klemm, M., Sanderon, S & Luffman, G. (1991), Mission statements: Selling corporate values to employees, *Long Range Planning*, 24.(3), 73-8
- Klimoski, R. J., & Mohammed, S., (1994). Team mental model: Construct or metaphor? *Journal of Management*, 20(2), 403-437.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D., (2005). McKinsey on Finance, No. 15, pp. 7-11,
- Kotha, S., Orne, D., 1989. Generic manufacturing strategies: a conceptual synthesis. *Strategic Management Journal* 10 3., 211–231.
- Krug, J. A., & Nigh, D. (2001). Executive perceptions in foreign and domestic acquisitions: An analysis of foreign ownership and its effect on executive fate. *Journal of World Business*, 36, 85–105.
- Krueger, A.B., Summers, H.L. (1988). Wages and the Inter-Industry Wage Structure, *Econometrica*, 56, (2), 259-293
- Kumar, K., van Dissel, H.G., 1996. Sustainable collaboration: managing conflict and cooperation in interorganizational systems. *MIS Quarterly*, 20, (3), 279–300.
- Kuipers, T., (1978), Studies in inductive probability and rational expectation, Dordrecht : Reidel, 45 blz.
- Landry, S., Trudel, Y., Diorio, M.O., (1998). Just-in-time supply: cooperation, competition, and abuse. *Competitiveness Review* ,8, (1), 37–45.
- Larson, A., (1992). Network dyads in entrepreneurial settings: a study of the governance of exchange. *Administrative Science Quarterly*, 37, (1), 76–104.
- Larcker, D., (1983), The Association between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 3-30.
- Lindgren, U. (1982). Foreign Acquisitions: Management of the Integration Process, Doctoral Thesis IIB/EFI, Stockholm.
- Lubatkin M. (1983). Acquisitions and the performance of the acquiring firm. *Academy of Management Review* 8(2): 218–225.
- Lorsch J., & Allen., S. A. (1973) Managing Diversity and Interdependence. *Division of Research*, Harvard University
- Malkiel, B.G., (2003). The efficient market hypothesis and its critics, *Journal of Economic Perspectives* 17, 59–82.
- Marks, M.L. (1982). Merging Human Resources, *Mergers and Acquisitions*, 9 (2), p. 38-44
- Mason, S.D. (1985) The legitimization of Capitalism in the Postcommunist Transition Public Opinion about market justice, *Oxford journal, Social Sciences, European Sociological Review*. 15 (3), 251-283, 6
- Mazzolinni, R. (1974), European Transnational Concentrations, *McGraw-Hill*, London, 7

- McCabe, M.J., (2002), Journal Pricing and Mergers: A Portfolio Approach', in: *The American Economic Review*, 92,(1),259-269
- McGinnis, M.A., Kohn, J.W., (1990). A factor analytic study of logistics strategy. *Journal of Business Logistics*, 11 (2)., 41–63.
- Mikkelsen, W., & Ruback, R., (1985) "Takeovers and Managerial Compensation: A Discussion." *Journal of Accounting and Economics*, 7, 233-38.
- Mohr, J.J., Sohi, R.S., (1995). Communication flows in distribution channels: impact on assessments of communication quality and satisfaction. *Journal of Retailing*, 71, (4)., 393–416.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R.W., (1988) Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers". In Alan J. Auerbach, editor, *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: *University of Chicago Press*.
- Morosini, P., & Singh, H. (1994). Post-cross-border acquisitions: Implementing national culture compatible strategies to improve performance. *European Management Journal*, 12, 390–400.
- Mueller, D.C. (1980). *The determinants and effects of mergers: an international comparison*, Oelgeschlager, Gunn & Hain, Cambridge MA
- Mudambi, R., Helper, S., (1998). The “close but adversarial” model of supplier relations in the US auto industry. *Strategic Management Journal*, 19, 8., 775–792.
- Mueller 1980:29
- Murthy, K. R. S., & Salter, M. S., (1973) ‘Should CEO pay be linked to results?’ *Harvard Business Review*, 51(3), 66-73.
- Muth, J. (1961) Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, 29(3), 315–335.
- Napier, N. K., & Smith, M., (1987) ‘Product diversification, performance criteria and compensation at the corporate manager level’, *Strategic Management Journal*, 8, 195-201.
- Narayanan, M., "Managerial Incentives for Short-Term Results." *Journal of Finance* 40 (December 1985), 1469-84.
- Olie, R.L., (1996), *European Transnational Mergers*, Maastricht, 381 p
- Olie, R. (1990). Culture and integration problems in international mergers and acquisitions. *European Management Journal*, 8, 206–215.
- Ongori, H. (2007), A Review of the Literature on Employee Turnover, *Africa Journal of Business Management*, 1(3): 49-54.
- Palm, F.C. (1979). De betekenis voor beleid en theorievorming van enige recente ontwikkelingen in de econometrie. Faculteit Economische wetenschappen, Vrije Universiteit van Amsterdam .

- Panayides, M. & Gong, X. (2002) The Stock Market Reaction to Merger and Acquisition Announcements in Liner Shipping, *International Journal of Maritime Economics*, 4.
- Papadakis, V. M. (2005). The role of broader context and the communication program in merger and acquisition implementation success. *Management Decision*, 43(2), 236-255.
- Parkin, M. & Bade, R., (1986). Modern macroeconomics, Oxford, Philip Allan, 689 p.
- Pasmore, W. A., & Mlot, S. (1994). Developing self-managing teams: an approach to successful integration'. *Compensation and Benets Review*, 26, 4, 15-23.
- Pearce, J.A. (1982). The company mission as a strategic tool. *Sloan Management Review*, 15-24.
- Penrose, E. T., (1959) Theory of the Growth of the Firm, Basil Blackwell, London,
- Peters, T. & Waterman, R. (1982). In Search of Excellence. New York: *Harper and Row*.
- Pilling, B.K., Zhang, L., (1992). Cooperative exchange: rewards and risks. *International Journal of Purchasing and Materials Management*, 28,(2)., 2-9.
- Pitts. R. A., (1974) 'Incentive compensation and organizational design', *Personnel Journal*, 53(5), 338-344, 348
- Polley, R. B. (1987). Exploring polarization in organizational groups. *Group and Organization Studies*, 12, 424-444.
- Pondy, L.R (1967). Organizational Conflict: Concepts and Models, *Administrative Science Quarterly*, 296-320.
- Porter, M.E. (1985) Competitive strategy. New York; free Press
- Price, J.L (1977). The study of turnover, 1st edition, *Iowa state university press*, IA ,10-25.
- PricewaterhouseCoopers (2000). While M&A outlook remains strong for 2001, acquirers look for more than size as they struggle with new economy growth model. *Business Wire* .
- Ravenscraft, D.J., & Scherer, F.M., Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency ,The Brookings Institute, Washington.
- Ravenscraft, D.J., & Scherer, F. M. (1989) The Profitability of Mergers. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 101-16.
- Rhoades, S., (1998) The Efficiency Effects of Bank Mergers: An Overview of Case Studies of Nine Mergers. *Journal of Banking and Finance*, 22(3), 273- 91.
- Ruback, R., (1982), The effect of discretionary price control decisions on equity values, *Journal of Financial Economics* , 10, 83-105.
- Salter, M. S. (1973), Tailor incentive compensation to strategy', *Harvard Business Review*, 51(2), 94-102.

- Salter, M. S. & Wolf, A.(1979) Weinhold. Diversification Through Acquisition: Strategies for Creating Economic Value, The Free Press, 1979, New York.
- Sales, A. L. & Mirvis, P. H., (1984), When cultures collide: Issue in Acquisitions, in Kimberly, J. R. and Quinn, R. E., (eds). New Futures: The challenge of managing corporate transitions. Homewood: Dow Jones-Irvin
- Salinger, M., (1992), Value Event Studies. *The Review of Economics and Statistics*, 74,(4).
- Samli, A.C., Browning, J.M., Busbia, C., (1998). The status of global sourcing as a critical tool of strategic planning: opportunistic versus strategic dichotomy. *Journal of Business Research*, 43(3), 177–187.
- Sathe, V. (1985) Culture and Related Corporate Realities. Irwin, Homewood, IL.
- Schleifer, A. (2000), Inefficient markets: An Introduction to Bahavioral Finance. *Oxford University Press*, Oxford.
- Schein, E.H.(1985), Organizational Culture and Leadership: A Dynamic View, Jossey-Bass, San Francisco
- Schein, E.H. (1990), Mergers and Acquisitions: Some Critical Issues for CEO's In: Mergers and Acquisitions: Organisational and cultural issues, Centre for Organisational Studies (COS), Barcelona.
- Schein, E.H. (1991), Organisational Culture and Leadership, 2nd ed., Jossey-Bass, San Francisco.
- Schoeffler, S.R., Buzzel, R.D. & Heany, D.F. (1974). Impact of Strategic Planning on Profit Performance, *Harvard Business Review*, 5, 137-45.
- Scholes, M. & Williams, J. (1977), Estimating betas from nonsynchronous data, *Journal of Financial Economics*, 5, 309-328
- Seiler,M.J, (2003), Performing Financial Studies, A Methodological Cookbook, Pearson Prentice Hall, New Jersey, 2003, 432 p.
- Seth, A. (1990), Value Creation in Acquisitions: A Reexamination of Performance Issues, *Strategic Management Journal*, 11, p. 99-115
- Seth, A., Kean P. Song, K.P. & Richardson Pettit (2000) Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for ForeignAcquisitions of U.S. Firms. *Journal of International Business Studies*, Vol. 31, No. 3 (3rd Qtr., 2000), pp. 387-405
- Sheffrin, S.M., (1985), Rational expectations, Cambridge, first edition, 203 blz.
- Shelton, L. M., (1985), 'The Role of Strategic Business Fits in Creating Gains in Acquisition', Ph.D. dissertation, Harvard University, 1985.
- Shelton LM. (1988). Strategic business fits and corporate acquisition: empirical evidence. *Strategic Management Journal* 9(3): 279–287.
- Shrivastava, P.(1986) 'Postmerger integration', *Journal of Business Strategy*, 7(1),65-76.

- Singh, A. (1971). *Takeovers: Their Relevance to the Stockmarket and the Theory of the Firm*, Cambridge, C.U.P Washington, DC.
- Singh, H.& Montgomery, C.A. (1987). Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal* 8(4): 377–386.
- Smeltzer, L.R., (1997). The meaning and origin of trust in buyer–supplier relationships. *International Journal of Purchasing and Materials Management*, 33 (1), 40–48.
- Thompson, J.D. (1967). *Organisations in action: Social science bases of administrative theory*. New York: McGraw-Hill.
- Varaiya N, Kerin R, Weeks D. 1987. The relationship between growth, profitability, and firm value. *Strategic Management Journal* 8(5): 487–497.
- Verschoor, W. & Zwinkels, R. (2009). Een nieuwe prijsvorming op financiële markten, *ESB*, 94,4551).
- Very P, Lubatkin M, Calori R, Veiga J. 1997. Relative standing and the performance of recently acquired European firms. *Strategic Management Journal* 18(8), 593–614.
- Voelpel, S.C., Leibold, M. & Tekie, E.B. (2006) Managing Purposeful Organizational Misfit: Exploring the Nature of Industry and Organizational Misfit to Enable *Strategic Change* *Journal of Change Management*, 6 (3), 257–276.
- Vroom, V. H. & Yetton, P. W., (1973) *Leadership and Decision Making*, University of Pittsburgh Press.
- Walter, G. A., (1985) 'Culture collisions in mergers and acquisitions', In J. P. Frost, L. F. Moore, M. R. Louis, C. C. Lundberg, and J. Martin (eds), *Organizational Culture*, Beverly Hills, CA, Sage Publications, 301-314.
- Wilder, D.A. (1986), Social Categorization: Implications for Creation and reduction of Intergroups Bias. In: Berkowitz, *Advances in Experimental Social Psychology*, 19, Academic Press, 1986, Orlando

Bijlage(n)

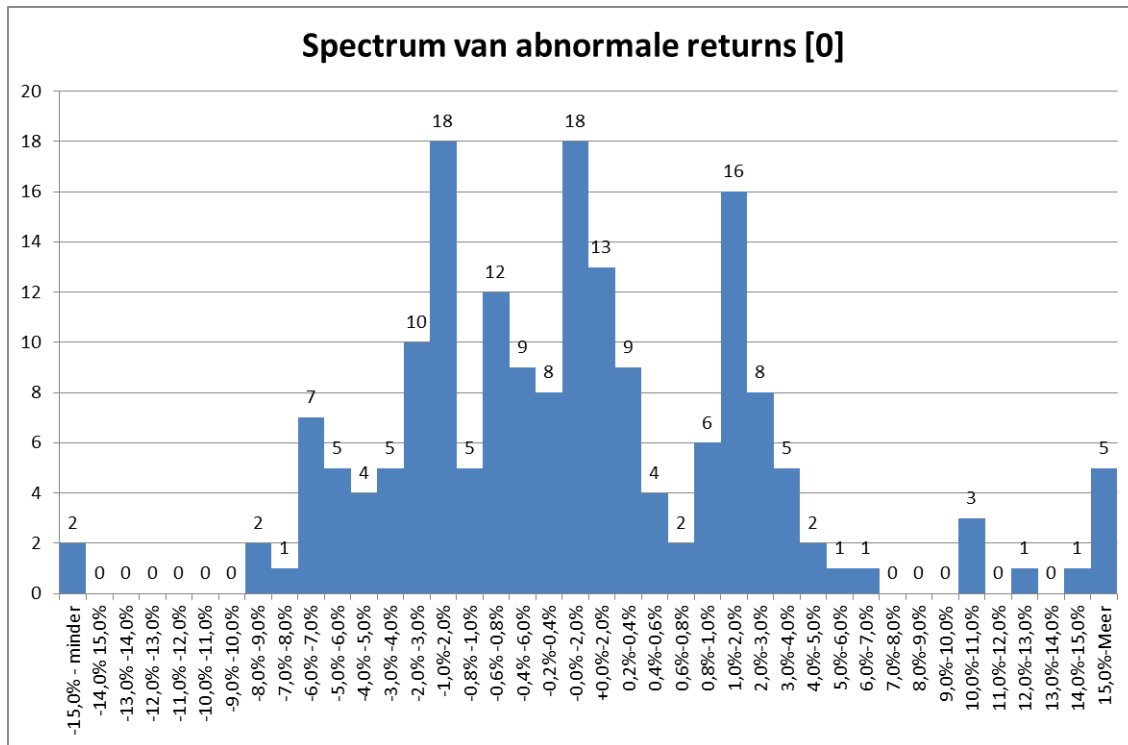
A1. Announcements jaar (2007)

Number	Firm name	Data stream code	Date announced	NAICS	Sector
1	EMC Corp	719630	12-27-2007	334112	Computer Storage Device Manufacturing
2	NeuroMetrix Inc	28984F	12-26-2007	339112	Surgical and Medical Instrument Manufacturing
3	Intuit Inc	328184	12-19-2007	334611	Software reproducing
4	Healthy Coffee International	15190U	12-18-2007	518111	Internet Service Providers
5	S&T Bancorp Inc,Indiana,PA	518257	12-17-2007	522110	Commercial Banking
6	National Oilwell Varco Inc	884383	12-17-2007	333132	Oil and Gas Field Machinery and Equipment Manufacturing
7	Community Bankers Acq Corp	31235C	12-14-2007	525990	Other Financial Vehicles
8	Sunrise Consulting Group Inc	873603	12-13-2007	523120	Securities Brokerage
9	ON Semiconductor Corp	292065	12-13-2007	334413	Semiconductor and Related Device Manufacturing
10	Teradyne Inc	912744	12-12-2007	334514	Totalizing Fluid Meter and Counting Device Manufacturing
11	JDS Uniphase Corp	357344	12-11-2007	334413	Semiconductor and Related Device Manufacturing
12	Macrovision Corp	889417	12-07-2007	334611	Software Reproducing
13	Graco Inc.	906040	12-03-2007	333911	Pump and Pumping Equipment Manufacturing
14	Verasun Energy Corp	35647W	11-29-2007	325110	Petrochemical Manufacturing
15	Atna Resources Ltd	511340	11-19-2007	212221	Gold Ore Mining
16	Celgene Corp	755790	11-18-2007	325414	Biological Product (except Diagnostic) Manufacturing
17	Pfizer Inc	904030	11-16-2007	325412	Pharmaceutical Preparation Manufacturing
18	Regeneration Technologies Inc	261836	11-13-2007	325414	Biological Product (except Diagnostic) Manufacturing
19	Kellogg Co	905922	11-12-2007	311230	Breakfast Cereal Manufacturing
20	FNB Corp,Naples,Hermitage,PA	945268	11-09-2007	522110	Commercial Banking
21	Miracle Applications Corp	680336	11-07-2007	325998	All Other Miscellaneous Chemical Product and Preparation Manufacturing
22	Opus Communities Inc	29472C	11-07-2007	237210	Land Subdivision
23	National Holdings Corp	516715	11-07-2007	523120	Securities Brokerage
24	Dell Inc	772203	11-05-2007	334111	Electronic Computer Manufacturing
25	Gramercy Capital Corp	29049U	11-05-2007	525930	Real Estate Investment Trusts
26	SunTrust Banks Inc,Atlanta,GA	922725	11-02-2007	522110	Commercial Banking
27	Computer Sciences Corp	916091	10-31-2007	518210	Data Processing, Hosting, and Related Services
28	Omniture Inc	35663P	10-25-2007	334611	Software Reproducing
29	RAM Energy Resources Inc	28836F	10-16-2007	213112	Support Activities for Oil and Gas Operations
30	Danaher Corp	912941	10-15-2007	334513	Instruments and Related Products Manufacturing for Measuring, Displaying, and Controlling
31	Oracle Corp	719618	10-12-2007	334611	Software Reproducing
32	Independent Bank Corp,MA	515147	10-11-2007	522110	Commercial Banking
33	Textron Inc	921649	10-08-2007	336412	Aircraft Engine and Engine Parts Manufacturing
34	ABM Industries Inc	916950	10-08-2007	561720	Janitorial Services
35	First Defiance Financial,OH	867383	10-02-2007	522120	Savings Institutions
36	PerkinElmer Inc	912157	10-01-2007	334516	Analytical Laboratory Instrument Manufacturing
37	New Motion Inc	877166	09-27-2007	334611	Software Reproducing
38	ARRIS Group Inc	329968	09-23-2007	334220	Radio and Television Broadcasting and Wireless Communications Equipment Manufacturing
39	PAETEC Holding Corp	680193	09-17-2007	518111	Internet Service Providers
40	ISB Financial Corp	133971	09-12-2007	522110	Commercial Banking
41	First Niagara Finl Grp,NY	680097	09-10-2007	522120	Savings Institutions
42	National Penn Bancshares,PA	516704	09-07-2007	551111	Offices of Bank Holding Companies
43	Humana Inc	916860	09-07-2007	524114	Direct Health and Medical Insurance Carriers
44	Community Bankers Acq Corp	31235C	09-06-2007	525990	Other Financial Vehicles
45	MarkWest Energy Partners LP	902303	09-05-2007	211111	Crude Petroleum and Natural Gas Extraction
46	Saflink Corp	328630	09-04-2007	334611	Software Reproducing
47	SCBT Finl Corp,Columbia,SC	877649	08-30-2007	522110	Commercial Banking
48	Inverness Med Innovations Inc	14719X	08-28-2007	325412	Pharmaceutical Preparation Manufacturing
49	Medco Health Solutions Inc	26012E	08-28-2007	621999	All Other Miscellaneous Ambulatory Health Care Services
50	First National Bancshares Inc	292314	08-27-2007	522110	Commercial Banking
51	Darden Restaurants Inc	152719	08-16-2007	722110	Full-Service Restaurants
52	Fifth Third Bancorp,OH	997198	08-16-2007	522110	Commercial Banking
53	Thomas & Betts Corp	921645	08-15-2007	335931	Current-Carrying Wiring Device Manufacturing
54	Camden National Corp,Camden,ME	879489	08-14-2007	522110	Commercial Banking
55	LCNB Corp	867299	08-14-2007	522110	Commercial Banking
56	RF Micro Devices Inc	891895	08-13-2007	334413	Semiconductor and Related Device Manufacturing
57	CT Holdings Enterprises Inc	544584	08-13-2007	334611	Software Reproducing
58	Ecolab Inc	921268	08-07-2007	325611	Soap and Other Detergent Manufacturing
59	Integra LifeSciences Hldg Corp	362788	08-07-2007	334516	Analytical Laboratory Instrument Manufacturing
60	Inverness Med Innovations Inc	14719X	08-06-2007	325412	Pharmaceutical Preparation Manufacturing

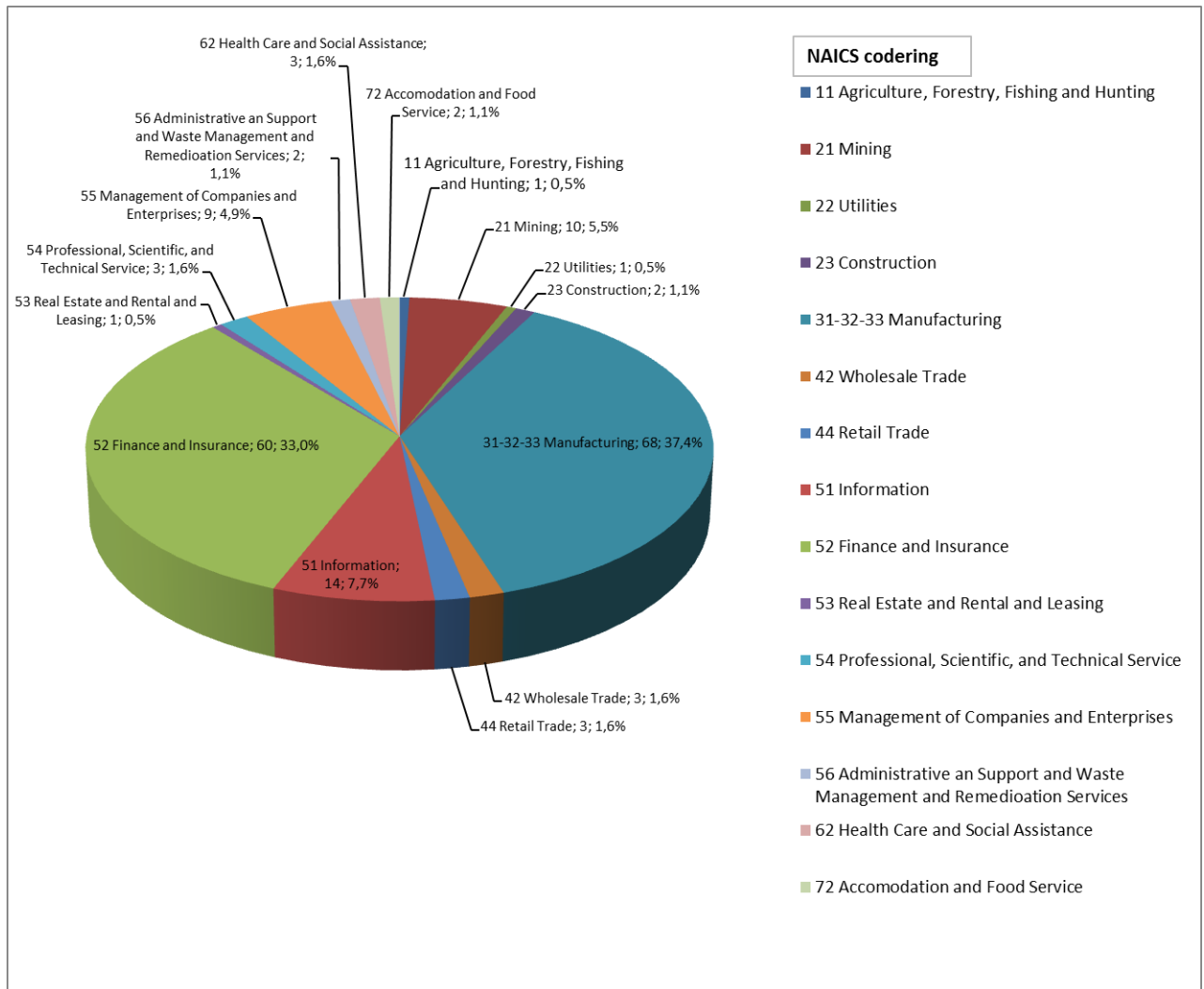
61	Hain Celestial Group Inc	360538	08-06-2007	111998	All Other Miscellaneous Crop Farming
62	Fiserv Inc	741123	08-02-2007	518210	Data Processing, Hosting, and Related Services
63	Medtronic Inc	906496	07-27-2007	334510	Electromedical and Electrotherapeutic Apparatus Manufacturing
64	KeyCorp,Cleveland,Ohio	916130	07-27-2007	522110	Commercial Banking
65	Virginia Finl Grp,Culpeper,VA	878602	07-26-2007	522110	Commercial Banking
66	Liberty Property Trust	132050	07-24-2007	525930	Real Estate Investment Trusts
67	Hewlett-Packard Co	905277	07-23-2007	334111	Electronic Computer Manufacturing
68	Transocean Inc	UKB3KFW	07-23-2007	213111	Drilling Oil and Gas Wells
69	Teleflex Inc	921509	07-23-2007	339112	Surgical and Medical Instrument Manufacturing
70	ev3 Inc	30804R	07-22-2007	334510	Electromedical and Electrotherapeutic Apparatus Manufacturing
71	WesBanco Inc,Wheeling,WV	519999	07-20-2007	551111	Offices of Bank Holding Companies
72	PNC Finl Svcs Grp Inc	944175	07-19-2007	522110	Commercial Banking
73	M&T Bank Corp,Buffalo,New York	951503	07-19-2007	522110	Commercial Banking
74	LKQ Corp	27338P	07-17-2007	423140	Motor Vehicle Parts (Used) Merchant Wholesalers
75	Plains Expl & Prodn Co	26622P	07-17-2007	211111	Crude Petroleum and Natural Gas Extraction
76	IHOP Corp	2456957	02-13-2007	722211	Limited-Service Restaurants
77	Energizer Holdings Inc	286463	07-12-2007	335912	Primary Battery Manufacturing
78	First Bancorp,Troy,NC	2351494	07-12-2007	522110	Commercial Banking
79	Marshall & Ilsley Corp,WI	951063	07-09-2007	522110	Commercial Banking
80	Watsco Inc	999527	07-05-2007	423730	Warm Air Heating and Air-Conditioning Equipment and Supplies Merchant W
81	Washington Federal Inc	745028	07-02-2007	522110	Commercial Banking
82	Consolidated Commun Hldgs Inc	31109D	07-02-2007	517211	Paging
83	Walgreen Co	904866	07-02-2007	446110	Pharmacies and Drug Stores
84	AT&T Inc	945388	06-29-2007	517110	Wired Telecommunications Carriers
85	Western Digital Corp	906785	06-28-2007	334112	Computer Storage Device Manufacturing
86	Fidelity Natl Info Svcs Inc	14015T	06-27-2007	518210	Data Processing, Hosting, and Related Services
87	CommScope Inc	895272	06-27-2007	335929	Other Communication and Energy Wire Manufacturing
88	Peoples Bk Bridgeport,CT	517465	06-27-2007	551111	Offices of Bank Holding Companies
89	Website Pros Inc	30906E	06-26-2007	334611	Software Reproducing
90	Hanover Ins Grp Inc	311842	06-25-2007	524126	Direct Property and Casualty Insurance Carriers
91	RCN Corp	30050F	06-25-2007	515210	Cable and Other Subscription Programming
92	National Penn Bancshares,PA	516704	06-25-2007	551111	Offices of Bank Holding Companies
93	Russell Industries Inc	31650D	06-19-2007	212291	Uranium-Radium-Vanadium Ore Mining
94	Ludvik Capital Inc	281604	06-19-2007	523920	Portfolio Management
95	CyberSource Corp	699944	06-18-2007	518111	Internet Service Providers
96	AVX Corp	362742	06-18-2007	334414	Electronic Capacitor Manufacturing
97	Yadkin Valley Financial Corp	548382	06-14-2007	522110	Commercial Banking
98	Cal Dive International Inc	41064E	06-11-2007	213112	Support Activities for Oil and Gas Operations
99	PNC Finl Svcs Grp Inc	944175	06-07-2007	522110	Commercial Banking
100	First Citizens Banc Corp,OH	687607	06-07-2007	551111	Offices of Bank Holding Companies
101	Chittenden Corp,Burlington,VT	982386	06-04-2007	551111	Offices of Bank Holding Companies
102	Inverness Med Innovations Inc	14719X	06-04-2007	325412	Pharmaceutical Preparation Manufacturing
103	John Hancock Patriot Premium	542545	06-04-2007	525990	Other Financial Vehicles
104	Wachovia Corp,Charlotte,NC	951048	05-31-2007	522110	Commercial Banking
105	Genzyme Corp	729431	05-29-2007	325414	Biological Product (except Diagnostic) Manufacturing
106	Windstream Corp	28818X	05-29-2007	517110	Wired Telecommunications Carriers
107	URS Corp	912837	05-28-2007	541330	Engineering Services
108	Payless ShoeSource Inc	873945	05-22-2007	448210	Shoe Stores
109	BancTrust Financial Group Inc	516506	05-21-2007	522110	Commercial Banking
110	Olin Corp	905143	05-21-2007	325181	Alkalies and Chlorine Manufacturing
111	Hologic Inc	542983	05-20-2007	339112	Surgical and Medical Instrument Manufacturing
112	Microsoft Corp	719643	05-18-2007	334611	Software Reproducing
113	Harleysville National Corp,PA	514794	05-16-2007	522110	Commercial Banking
114	Oracle Corp	719618	05-15-2007	334611	Software Reproducing
115	GeoPharma Inc	274233	05-15-2007	325412	Pharmaceutical Preparation Manufacturing
116	Delaware Bancshares,Walton,NY	274742	05-15-2007	551111	Offices of Bank Holding Companies
117	Berkshire Hills Bancorp Inc	292757	05-15-2007	522110	Commercial Banking
118	Emerson Electric Co	905115	05-14-2007	334513	Instruments and Related Products Manufacturing for Measuring, Displaying, &
119	Cardinal Health Inc	944704	05-14-2007	424210	Drugs and Druggists? Sundries Merchant W/holesalers
120	Fortress Investment Group LLC	702340	05-08-2007	523920	Portfolio Management
121	EXAR Corp	906195	05-04-2007	334413	Semiconductor and Related Device Manufacturing
122	Wells Fargo,San Francisco,CA	741344	05-02-2007	522110	Commercial Banking
123	Citigroup Inc	916631	05-01-2007	522110	Commercial Banking
124	News Corp	29739U	05-01-2007	512110	Motion Picture and Video Production
125	Susquehanna Bancshares Inc	519020	05-01-2007	522110	Commercial Banking
126	Greatbatch Inc	265604	04-30-2007	335912	Primary Battery Manufacturing
127	DealerTrack Holdings Inc	31446M	04-27-2007	334611	Software Reproducing
128	Captaris Inc	149463	04-26-2007	334611	Software Reproducing
129	Computer Sciences Corp	916091	04-25-2007	518210	Data Processing, Hosting, and Related Services
130	Jarden Corp	328302	04-25-2007	333298	All Other Industrial Machinery Manufacturing
131	East West Bancorp Inc	694587	04-24-2007	522190	Other Depository Credit Intermediation
132	Motorola Inc	904878	04-23-2007	334220	Radio and Television Broadcasting and Wireless Communications Equipment
133	Apollo Investment Corp	28771Q	04-16-2007	525990	Other Financial Vehicles
134	Inhibitex Inc	28565L	04-10-2007	541710	Research and Development in the Physical, Engineering, and Life Sciences

135	Agilent Technologies Inc	277642	04-06-2007	334514	Totalizing Fluid Meter and Counting Device Manufacturing
136	Xerox Corp	905284	04-02-2007	333313	Office Machinery Manufacturing
137	United States Steel Corp	544683	03-29-2007	324199	All Other Petroleum and Coal Products Manufacturing
138	Columbia Banking System Inc	326086	03-28-2007	522190	Other Depository Credit Intermediation
140	Monmouth RE Invest Corp	516531	03-26-2007	525930	Real Estate Investment Trusts
141	Avery Dennison Corp	921161	03-22-2007	322299	All Other Converted Paper Product Manufacturing
142	Hercules Offshore Inc	31333N	03-19-2007	213111	Drilling Oil and Gas Wells
143	Community Health Systems Inc	292529	02-04-2007	622110	General Medical and Surgical Hospitals
144	Quanta Services Inc	677091	03-18-2007	238210	Electrical Contractors
145	Cisco Systems Inc	542868	03-15-2007	334119	Other Computer Peripheral Equipment Manufacturing
146	Pitney Bowes Inc	905118	03-14-2007	333313	Office Machinery Manufacturing
147	Ad.Venture Partners Inc	30902F	03-13-2007	525990	Other Financial Vehicles
148	UnitedHealth Group Inc	702635	03-12-2007	524114	Direct Health and Medical Insurance Carriers
149	Comprehensive Healthcare	2843872	03-06-2007	621999	All Other Miscellaneous Ambulatory Health Care Services
150	Royal Gold Inc	945306	03-05-2007	522110	Commercial Banking
151	Wstn Asset Mun Partners Fd Inc	327668	03-02-2007	525990	Other Financial Vehicles
152	Oracle Corp	719618	02-28-2007	334611	Software Reproducing
153	Great Atlantic & Pacific Tea	902260	02-27-2007	445110	Supermarkets and Other Grocery (except Convenience) Stores
154	LSB Bancshares, Lexington, NC	510279	02-26-2007	522110	Commercial Banking
155	Sirius Satellite Radio Inc	131771	06-26-2006	515111	Radio Networks
156	Deere & Co	906189	02-19-2007	333111	Farm Machinery and Equipment Manufacturing
157	Vulcan Materials Co	905816	02-19-2007	212312	Crushed and Broken Limestone Mining and Quarrying
158	Putnam Managed Municipal	541429	02-15-2007	525990	Other Financial Vehicles
159	Equifax Inc	906194	02-14-2007	561450	Credit Bureaus
160	CheckFree Corp	311673	02-13-2007	518111	Internet Service Providers
161	Cytac Corp	873274	02-12-2007	334516	Analytical Laboratory Instrument Manufacturing
162	AllianceBernstein Global High	329497	02-12-2007	525910	Open-End Investment Funds
163	Verint Systems Inc	25519F	02-12-2007	541512	Computer Systems Design Services
164	CVB Financial Corp, Ontario, CA	777764	02-08-2007	522110	Commercial Banking
165	Heritage Commerce Corp	683839	02-08-2007	522190	Other Depository Credit Intermediation
166	Great Plains Energy Inc	904845	02-07-2007	221112	Fossil Fuel Electric Power Generation
167	Polycom Inc	874091	02-07-2007	334210	Telephone Apparatus Manufacturing
168	Universal Compression Holdings	292348	02-05-2007	532210	Consumer Electronics and Appliances Rental
169	State Street Corp	951052	02-05-2007	522190	Other Depository Credit Intermediation
170	Symantec Corp	541900	01-29-2007	334611	Software Reproducing
171	Merrill Lynch & Co Inc	922060	01-29-2007	523120	Securities Brokerage
172	United Bankshares Inc, WV	519601	01-26-2007	522110	Commercial Banking
173	Greene County Bancshares Inc	25751L	01-25-2007	551111	Offices of Bank Holding Companies
174	Colonial BancGroup Inc	154168	01-23-2007	522110	Commercial Banking
175	Internet Commerce Corp	151548	01-19-2007	334611	Software Reproducing
176	Chittenden Corp, Burlington, VT	982386	01-19-2007	551111	Offices of Bank Holding Companies
177	Umpqua Holdings Corp	889816	01-18-2007	522110	Commercial Banking
178	Marshall & Ilsley Corp, WI	951063	01-12-2007	522110	Commercial Banking
179	Moog Inc	516560	01-12-2007	332912	Fluid Power Valve and Hose Fitting Manufacturing
180	Gateway Financial Holdings Inc	696312	01-10-2007	522110	Commercial Banking
181	Wells Fargo, San Francisco, CA	906195	01-09-2007	522110	Commercial Banking
182	Forest Oil Corp	930149	01-07-2007	211111	Crude Petroleum and Natural Gas Extraction
183	Advanced Medical Optics Inc	25579N	01-05-2007	339112	Surgical and Medical Instrument Manufacturing

B2. AR verdeling in sample op day [0]



C1. Sample indeling sectoren [NAICS]



D1. Strategische Visie 1^e jaar

Appendix D1		Strategische visie	Gem. score		4,4			
Missiestatement			Positief		Neutral		Negatief	
	Kernmerk	Indicator	5	4	3	2	1	
	1 Missiestatement		5					
		1. Missiestatement kort en krachtig						
	2 Purpose				3,0			
		2. Alles in het kader van de aandeelhouder, geen relatie business aandeelhouder			3			
		3. Multiple-stakeholder view						
		4. Hoger doel in de organisatie						
	3 Strategie			4,13				
	Attractiveness/market power	5. Growth-Share matrix			3			
	Differentiation	6. Combination benenefits	5					
		7. Recource sharing	5					
		8. Skill Transfer			3			
		9. Restructering			4			
	Focus	10. Cost Focus	5					
		11. Differentiation focus	5					
	Costleadership	12.			3			
	4 Behaviour standards			5,00				
		13. Waarde elementen	5					
		14. Afhankelijkheidspatronen	5					
		15. Differentiatie in rol en taken	5					
		16. Verwijderen van symbolen/Hechten aan eigen identiteit	5					
	5 Values		5					
		17. legitimiteit	5					
		18. Verantwoordelijkheid van corporatie	5					

D2. Strategic Fit 1^e jaar

Appendix D2		Mapping strategische Fit		Gem. score		3,8			
Strategic Fit				Sterk overeen		Neutral		Sterk verschillend	
Weging t.b.v.grootte		combinatie groot of klein combinatie groot met klein		4				1	
				Groot		klein			
Relatieve grootte van de Target onderneming		Des te groter de onderneming des te meer synergie potentieel		5		4		3 2 1	
Relatieve grootte van de Biedende onderneming				5				2	
				Sterk overeen		Neutral		Sterk verschillend	
				5		4		3 2 1	
Related-Complementary									
Related-Supplementary									
Unrelated									
Identical						4			
		Kenmerk		Indicator					
		1. Vergelijkbaar type klant		5					
				Consument Industrie Professional Overheid		5			
		2. Vergelijkbaar type product		5					
				Afgewerkt product Halffabrikaat Grondstoffen		5			
		3. Vergelijkbare technologie in productie		5					
		4. Producten vergelijkbare doel en functie vervullend in gebruik		5					

D3. Cultural Fit 1^e jaar

Appendix D3 Mapping cultural Fit		Gem. score		4,4			
Cultural Fit	Verschillen in topmanagement		Sterk overeen		Neutral		Sterk verschillend
	Kenmerk	Indicator	5	4	3	2	1
	1 Innovatie & Actiegerichtheid		5				
		1. Mate van nadruk op R&D en innovatie 2. Belang hechten aan de lange termijn is optimistisch over de toekomst 3. Maakt duidelijk wat men kan verwachten wanneer doelen gehaald worden 4. Formuleert een overtuigende visie van de toekomst 5. Volle aandacht in het omgaan met fouten, klachten en falen.	5				
	2 Vermijden van risico's		5				
		4. Focus op vergissingen 5. Gebruik van technische analyses t.b.v. besluiten 6. Orientatie in besluitvorming fusie 7. Bestuur vermijdt betrokkenheid wanneer belangrijke issues ontstaan	5				
	3 Soort fusie		5				
		8. Horizontaal 9. Voorwaards 10. Achterwaards 11. Ongereleerd	5				
	4 Contact topmanagement		5				
		12. Besteed tijd aan opleiden en coaching 13. Is afwezig wanneer nodig 14. De participatie van het topmanagement in product of service gerelateerde besluiten 15. De participatie van het topmanagement in kapitaal budgettering gerelateerde besluiten 16. De participatie van het topmanagement in differentiatie- en lange termijn groei gerelateerde besluiten	5				
	5 Onafhankelijkheid besluitvorming		5				
		17. Hiërarchie, sterke individuele besluitvorming topmanagement 18. Sterke individuele besluitvorming t.g.v. geformaliseerde verantwoordelijkheid 19. Voorkomen van besluitvorming 20. Laat andere vanuit verschillende perspectieven meekijken in besluiten	5				
	6 Prestatiegerichtheid		5				
		21. Effectieve manier van leidinggeven 22. Is effectief in voorzien van behoefte organisatie 23. Spoort medewerkers aan om harder te werken 24. Benadrukt belang van het nastreven van een doel 25. Handelen dwingt respect af, macht en vertrouwen	5				
	7 Beloningsgerichtheid		5				
		26. Periode waarover de beloning en evaluatie is gericht (korte termijn of lange termijn performance) 27. Type van performance indicator in het evaluatie proces (Tussentijdse prestatie of eind resultaat) 28. Karakter van de indicatoren (objectieve indicatoren of oordelend vanuit leiding) 29. Prestatie-indicatoren gebaseerd op divisie niveau of bedrijfs niveau 30. Vorm van beloning (aandelen, cash) 31. Frequentie waarmee beloningen worden uitgedeeld 32. De mate waarin bonussen zijn gekoppeld aan het op te lopen strategisch risico	5				
	8 Cultuur tolerantie			4			
		33. Aandacht voor groep of individu 34. Variatie aan controle middelen 35. Handhaven van symbolen 36. Beschouwd een persoon als individuen die inspiratie en vaardigheden opdoen van andere 37. Zoekt naar verschillende mogelijkheden hoe doelen gehaald kunnen worden 38. Werkt in hoge mate samen					1
	9. Relative grootte van de organisatie						1
		39. Omzet 40. Aantal werknemers 41. Gelijke aandacht voor integratie					

D4. Organisational Fit 1^e jaar

Appendix D4		Mapping organizational Fit		Gem. score					4,5
Organisatie Fit		Verschillen in management stijl		Sterk overeen		Neutral		Sterk verschillend	
Kenmerk		Indicator		5	4	3	2	1	
1. General management style		Houding t.o.v. risico's		5					
		1. Mate van nadruk op R&D en innovatie 2. Afhankelijk van externe leningen of aandelen emissies om groei te realiseren 3. Belang hechten aan de lange termijn 4. Belang hechten aan lange termijn planning van investeringen en de financieringen daarvan 5. Nastreven van gewaagde grote investeringen							
		2. Aanpak besluitvorming		5					
		6. Oriëntatie in besluitvorming fusie 7. Gebruik van technische analyses t.b.v. besluiten 8. Vertrouwen op eigen ervaring i.p.v. experts 9. Hiërarchie, sterke individuele besluitvorming topmanagement 10. De participatie van het topmanagement in product of service gerelateerde besluiten 11. De participatie van het topmanagement in kapitale bugettering gerelateerde besluiten 12. De participatie van het topmanagement in differicatie- en lange termijn groei gerelateerde besluiten							
		3. Nadruk op formaliteit		5					
		Aansturingsvorm/Communicatie 13. Organisatiemodel 14. Functie omschrijvingen 15. Lijn- en stafpersoneel laten houden aan de formele functieomschrijvingen 16. Het Personeel laten volgen van geformaliseerde procedures 17. Sterke individuele besluitvorming t.g.v. geformaliseerde verantwoordelijkheid 18. Nadruk op vrij kunnen inspelen op verandering in omstandigheden zonder gebonden te zijn aan het verleden 19. Mate waarin de communicatie is gestructureerd en toegang tot financiële informatie is afgeschermd 20. Gebruik van geavanceerde informatiesystemen t.b.v. een strakke formele controle							
		4. Afstand tot elkaar		5					
		21. Plan voor integratie 22. De participatie van het topmanagement in product of service gerelateerde besluiten 23. De participatie van het topmanagement in kapitale bugettering gerelateerde besluiten 24. De participatie van het topmanagement in differicatie- en lange termijn groei gerelateerde besluiten 25. Sterke individuele besluitvorming t.g.v. geformaliseerde verantwoordelijkheid							
		Verschillen in beloning- en evaluatie systemen		5					
		Kenmerken							
		Indicator				3			
2. Evaluation system									
		1. Periode waarover de beloning en evaluatie is gericht (korte termijn of lange termijn performance) 2. Type van performance indicator in het evaluatie proces (Tussenliggende prestatie of eind resultaat) 3. Karakter van de indicatoren (objective indicatoren of oordelend vanuit leiding) 4. Prestatie-indicatoren gebaseerd op divisie niveau of bedrijfs niveau							
3. Administration of rewards					4				
		5. Vorm van beloning (aandelen, cash) 6. Frequentie waarmee beloningen worden uitgedeeld 7. De mate waarin bonussen zijn gekoppeld aan het op te lopen strategisch risico 8. Uniformiteit van de beloningssystemen onderling in de divisies							
		Verschillen in kernwaarden, overtuigingen en filosofie (values)			4,1				
		Kenmerken							
		Indicator							
4. Core values, beliefs and philosophy					3,6				
Interpersonal relationship		Verwantschap		1. Betrokkenheid bij interpersoonlijke warmte en solidariteit: Bewonderen, genegenheid en vertrouwen, samenwerken		4			
		Focus op werknemers		2. Zorg voor de werknemers van de organisatie: werner, personeel, arbeider, personeel		4			
Completion of work task values		Detail, stabiliteit en innovatie		3. Norm benadrukken, precies, accuraad, voorspelbaarheid		3			
		Stabiliteit		4. Voorspelbaarheid, grondbeginsel		3			
		Innovatie		5. Inspelen op nieuwe mogelijkheden		4			
Individual behaviour		Doelstellingen		6. Aandacht voor eindstaten/-resultaten: benchmark, doelstellingen, focus en doel.		4			
		Prestatiegerichtheid		7. Aandacht voor prestaties en uitkomsten: uitvoering, productiviteit, bereiken en resultaat		3			

D5. Geographic Fit 1^e jaar

Appendix D5 Mapping Geographic Fit			Gem. score		3,0			
Geographic Fit			Sterk overeen		Neutral		Sterk verschillend	
Kenmerk			5	4	3	2	1	
1. Supply chain (relatie)						2,7		
Toeleveranciers				4				
Productie faciliteiten				4				
Distributie						2		
Consumenten					3			
Geconcentreerd						2		
Verspreid						2		
Verspreiding productie						2		
2. Geografische spreiding					3			
		lage graad van verspreiding behoeft een hoge graad van supply chain						
3. Channel governance					3			
Hierarchie		De verticale integratie en de verbindingen met de supply chain is groot.			3			
Netwerk		In een netwerk zijn er sterke connecties tussen leveranciers en klanten, maar de verticale integratie is laag			3			
4. Onafhankelijkheid						2		
Communicatie		Communicatie productie processen technologie en kosten				2		
5. Tijdshorizon			5					
		Transacties die kortstondig zijn of voortdurend	5					
		Internationale systeem						
6. Logistiek (operationeel)						2		
Interne integratie		Intern, geïntegreerd systeem of separaat veel of weinig elektronische communicatie						
Extern integratie		Extern, logistiek gerelateerde communicatie (computers, interpersonal), logistieke activiteit is hoog, onscherpe logistieke taken						

D6. Lange Termijndoelstelling 1^e jaar

Appendix D6		Lange termijndoelstelling	Gem. score		3,5				
			positief		Neutral			negatief	
	Kenmerk	Indicator	5	4	3	2	1		
	1. Consistentie in strategie			4					
	2. Strategie voor en na gelijk				3				
	3. Is de visie constant			4					
	4. Is de integratie op z'n plek gevallen				3				

D7. Winstgevendheid 1^e jaar

Appendix D7		Winstgevendheid	Gem. score		4				
Financiele Indicator				positief		Neutral		negatief	
	Kenmerk	Indicator		5	4	3	2	1	
	1. Growth in market value				4				
	2. Growth in revenues				4		2		
	3. Earnings Per Share				4		2		
		= $\frac{\text{Net Income} - \text{Dividends on Preferred Stock}}{\text{Average Outstanding Shares}}$							
	4. Shareholder Return				4				
	5. Cashflow				4				1

D8. Synergie 1^e jaar

Appendix D8		Synergie	Gem. score		4			
Financiële indicator			positief		Neutral		negatief	
	Kenmerk	Indicator	5	4	3	2	1	
1.	Return on assets ROA			4				1
		$= \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$						
2.	Return On Investment ROI			4				1
		$ROI = \frac{(\text{Gain from Investment} - \text{Cost of Investment})}{\text{Cost of Investment}}$						
3.	Return On Capital employed (ROIC)			4				1
	Efficientie en Winstegevenheid	$= \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets} - \text{Current Liabilities}}$						
4.	Return On Sales (ROS)			4				1
		$= \frac{\text{Net Income (Before Interest and Tax)}}{\text{Sales}}$						

D9. Werknemers 1^e jaar

Appendix D9 Werknemers		Gem. score	3				
			positief		Neutral		negatief
Kenmerk	Indicator		5	4	3	2	1
1. Employment turnover					3		
	5% is een normaal niveau						
2. Loonontwikkeling					3		
3. Productiviteit					3		
	winst/werknemer						
4. Ratio werkn./Fixed assets					3		
	werknemers/fixed assets						

D10. Consument 1^e jaar

Apendix D10 Consument		Gem. score	4,5				
			positief		Neutral		negatief
	Kenmerk	Indicator	5	4	3	2	1
	1. CEO change		5				
	2. Pricing strategies			4			
	3. Prijsstijging brand products			4			
	4. Service speerpunten		5				

D11. Resultaten 1^e jaar en 3^e jaar (B)

1e jaar				3e jaar			
Score	determinanten succes	Weging	100%	Score	determinanten succes	Weging	100%
Strategische visie		4,4		Strategische visie		4,2	
Fit		3,9		Fit		4,1	
Lange termijn doelstelling		3,5		Lange termijn doelstelling		3,3	
Winstgevendheid		4,0		Winstgevendheid		1,8	
Synergie		4,0		Synergie		2,3	
Consument		4,5		Consument		3,5	
Werknemer		3,0		Werknemer		1,3	
Gem. score		100%	3,9	Gem. score		100%	2,9

E1. Marktefficiëntie

De rationele uitleg die aan Marktefficiëntie gegeven kan worden is dan als volgt:

$$E(p_{j,t+1}) = (1 + E(d_{j,t+1})) p_{j,t} \quad (1)$$

E is hierin de verwachte waarde met p_t de prijs van het aandeel j op tijdstip t en d_t de groeivoet.

$d_{j,t+1}$ is dan de groeivoet voor één periode met $(p_{j,t+1} - p_{j,t}) / p_{j,t}$

De verwachte waarde E voor een volgende periode is dus een functie van de prijs die over een gegeven periode met een bepaalde groeivoet positief of negatief verdisconteerd wordt.

$$p_{j,t+1} = E(p_{j,t+1}) + \epsilon_{j,t+1} \quad (2)$$

De prijs van het aandeel j over een groeivoet van één periode is dan de verwachte waarde met een voorspellingsfout ϵ_{t+1} , waarbij de waarde t.g.v. de voorspellingsfout $E(\epsilon_{j,t+1}) = 0$

De werkelijke prijs in de volgende periode verschilt dus weinig van de prijs die was verwacht, want alle gekende informatie zit in de prijs.

Vervolgens substitueren we formule (1) in (2), dit wordt dan:

$$p_{j,t+1} = (1 + E(d_{j,t+1})) p_{j,t} + \epsilon_{j,t+1} \quad (3)$$

De groeifactor tussen de verwachte prijs en de werkelijke prijs is niet constant, waardoor er geen lineair verband ligt tussen de voorspelling en de werkelijke prijs.

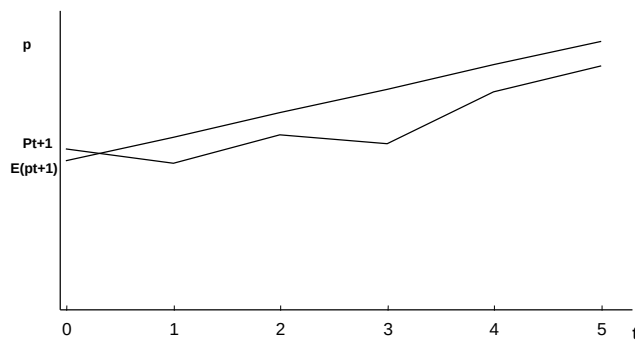
Hoewel het vanzelfsprekend is dat verschillende investeerders in de markt er andere meningen op nahouden, is het aannemelijk dat de verwachtingen van de investeerders homogeen is over hoe de markt zijn evenwicht bereikt. Aangenomen kan worden dat in een efficiënte markt alle investeerders het op een gegeven moment eens zijn over de risico- en rendementskarakteristieken en delen ze eveneens dezelfde mening over de vorm van de efficiënte grens (Smart et al., 2007). Volgens Markowitz (1952) betekent dit dat een rationele investeerder alleen investeert in een efficiënte portefeuille. Een portefeuille is efficiënt wanneer er geen andere portefeuille met dezelfde graad van risico bestaat die een hoger verwacht rendement oplevert en tevens geen portefeuille met hetzelfde verwacht rendement gekozen kan worden die een lager risico heeft. Als het optimum van efficiëntie bereikt wordt, kun je bijna spreken van een risicovrije belegging met een vaste opbrengstvoet $d_{j,t+1}$

De verwachte groeivoet kunnen we dan in een efficiënte situatie als constante C in de tijd beschouwen.

$E(d_{j,t+1}) = C$ met C als de constante groeivoet.

$$\text{Waardoor: } p_{j,t+1} = (1 + C) p_{j,t} + \epsilon_{j,t+1} \quad (4)$$

Het verband tussen de werkelijke prijs en de verwachte prijs is in figuur 1 aangegeven.



Figuur 1.

In de grafiek is de fluctuerende lijn de weergave van het gedrag van de werkelijke prijs en de lineaire lijn is de voorstelling van de rationele verwachte prijs met de constante groeivoet C

De groeivoet kan nu geschreven worden als $C = (p_{j,t+1} - p_{j,t}) / p_{j,t}$ (5)

Vervolgens kan formule (4) gesubstitueerd worden in formule (5), dit levert dan het volgende resultaat:

$$C = [(1+C)p_{j,t} + ?_{j,t+1} - p_{j,t}] / p_{j,t}$$

Vervolgens delen door $p_{j,t}$, dit levert op: $C = C + (?_{j,t} / p_{j,t})$, waarin $?_{j,t} / p_{j,t} = ?_{j,t}$ de voorspellingsfout is, hierdoor is C te schrijven als:

$$C = C + ?_{j,t} \quad (6)$$

De constante C laat een trend zien in de vorming van prijzen. Door gebruik te maken van het principe van integralen, is de trendmatigheid van de groeivoet grafisch voor te stellen al een lijn waarbij je een stukje van de lijn gaat beschouwen door middel van een interval. Als het interval, in dit geval het tijdsinterval, maar klein genoeg is zal de trendwaarneming naderen tot nul.

Hierbij kan formule (4) herschreven worden in:

$$p_{j,t+1} = (1 + 0) p_{j,t} + ?_{j,t+1} \quad (7)$$

Als van $p_{j,t+1}$ de voorspelling wordt genomen komen we tot:

$$E(p_{j,t+1}) = p_{j,t} + E(?_{j,t+1}) \text{ waarvan de verwachting van de voorspellingsfout nul is } E(?_{j,t+1}) = 0$$

$$\text{Leidt dit tot } E(p_{j,t+1}) = p_{j,t}$$

Hierbij is het bewijs dat de beste voorspeller van de toekomstige prijs de huidige prijs is met inbegrip van alle informatie die op dat moment bekend is.

Volgens Fama (1969) wordt de ideale markt gedefinieerd vanuit de primaire rol die de kapitaalmarkt heeft; namelijk het toewijzen van eigendom van kapitaal uit de economische voorraad. Dit betekent dat in een ideale markt acute signalen van prijzen zorgen voor toewijzing van middelen, waarin ondernemingen kunnen beslissen over productieinvesteringen en investeerders kunnen kiezen uit effecten die het eigendom van activiteiten weergeven, onder de aanname dat aandelen altijd op elk moment alle beschikbare informatie reflecteren (Fama, 1969).