

Effecten van internationale overnames op aandelenrendementen

Drs. F. Adriaanse, Dr. A. Corhay en Dr. A. Tourani Rad

Inleiding

Internationale overnames maken een steeds groter deel uit van het totaal aantal overnames. De globalisering van markten en economieën ligt hieraan ten grondslag. Internationale handelsverdragen zoals het GATT-akkoord en NAFTA en de voortschrijdende integratie van de Europese markt alsmede verbeterde communicatie-technologie hebben hieraan bijgedragen.

De val van het communisme en de economische opbloei van landen in Azië en Zuid-Amerika geven nieuwe impulsen aan de verdichting van de wereldeconomie.

Wat doet ondernemingen besluiten andere ondernemingen in het buitenland over te nemen? Waarom maakt een onderneming niet altijd extern gebruik van markten in het buitenland, door export en import, door verkooplicenties of eventueel door samenwerkingsverbanden zoals joint-ventures, in plaats van haar buitenlandse activiteiten binnen haar eigen onderneming te willen brengen? Immers, de expanderende onderneming kent de buitenlandse markt slechter dan de aldaar gevestigde nationale ondernemingen, zij komt in aanraking met een andere cultuur, andere wetten, buitenlandse leve-

Tabel 1: Internationale transacties door Nederlandse ondernemingen, 1990-1993

	1990	1991	1992	1993
Aantal transacties				
nationaal:	533 (54%)	474 (54%)	425 (59%)	325 (51%)
internationaal:	456 (46%)	399 (46%)	305 (41%)	312 (49%)
Transacties vanuit	1 Duitsland (63)	1 Duitsland (52)	1 VS (32)	1 VS (32)
Nederland	2 VS (43)	2 VS (43)	2 Duitsland (29)	2 Duitsland (31)
	3 VK (39)	3 VK (37)	3 België (22)	3 België (19)

(Bron: Jaaroverzichten Financieel Dagblad, bedrijfsconcentraties)

Grensoverschrijdende activiteiten zullen daardoor in de toekomst steeds vaker voorkomen.

Ook in Nederland hebben grensoverschrijdende transacties de laatste jaren sterk terrein gewonnen. Tabel 1 geeft een overzicht van het aantal nationale en internationale transacties door Nederlandse ondernemingen. In 1993 maakten internationale transacties, waaronder ook internationale overnames, 49 procent uit van alle transacties.

Drs. F. Adriaanse is afgestudeerd in de Bedrijfseconomie aan de Rijksuniversiteit Limburg en is werkzaam bij Cargill. Dr. A. Corhay is hoofddocent aan de sectie Financieel Management en Boekhouding van de Universiteit van Luik en maakt parttime deel uit van het Limburg Institute of Financial Economics (LIFE) van de Rijksuniversiteit Limburg. Dr. A. Tourani Rad is hoofddocent aan het LIFE van de Rijksuniversiteit Limburg.

ranciers, et cetera. Er zijn substantiële kosten verbonden aan het vergaren van de benodigde specifieke kennis hieromtrent. Ook de zogenaamde 'monitoring'-kosten (de kosten die de moeder maakt voor toezicht en controle op de buitenlandse dochter) zullen hoger uitvallen.

Desondanks zijn er motieven aan te dragen voor internationale overnames. Deze motieven zijn niet puur economisch maar vaak ook van strategische en / of politieke aard. Enkele van de belangrijke motieven zijn:

- imperfecties op produkt- en factormarkten: vele ondernemingen bezitten bepaalde immateriële activa. Hierbij valt te denken aan technologische know-how, grote marketing-capaciteiten en daaraan gerelateerde consumenten-goodwill en een effectief en toegewijd management. Deze immateriële activa kunnen niet zomaar worden verkocht. Kenmerkende eigenschappen (overeenkomstig eigenschappen van publieke goederen) beletten dit. Zo is het moeilijk vast te stellen wat de kwaliteit van deze activa is, ze zijn in hun aard ondeelbaar, het aanbod is onomkeerbaar en moeilijk te beheersen en de eigendomsrechten zijn moeilijk te definiëren en kostbaar om te effectueren. Toch zou de onderneming in staat moeten zijn met deze activa een bepaald voordeel ten opzichte van de concurrentie te kunnen behalen. In plaats van verkoop van desbetreffende activa is een alternatieve oplossing het marktaandeel van de onderneming te vergroten om met deze immateriële activa schaalvoordelen te realiseren en er optimaler gebruiksniveau van te maken. Als de concentratiegraad in het binnenland zeer hoog is en het optimale gebruik van de specifieke activa nog niet is bereikt, zal de onderneming naar het buitenland moeten expanderen. Een naar waarde-maximalisatie strevende onderneming zal een internationale overname doen wanneer de verwachte opbrengsten van het aldaar aanwenden van deze immateriële activa hoger zijn dan de extra kosten die gepaard gaan met buitenlandse investeringen;
- belastingvoordelen: verschillen in belasting-systemen kunnen ook een argument voor directe buitenlandse investeringen zijn. Multinationale ondernemingen zijn bij uitstek in staat om van verschillen in nationale belasting-systemen te profiteren;

- lagere produktiekosten: verschillen in arbeidskosten en arbeidsproductiviteit kunnen voor een onderneming bepalend zijn om internationaal te expanderen. De produktie van Westerse confectie-artikelen in Azië is hiervan het traditionele voorbeeld. Ook directe toegang tot markten met goedkope grondstoffen kan een rol spelen;
- overheidsbeleid: beperkende import-maatregelen, zoals tarieven en quota's, stimuleren internationale overnames. Veel Amerikaanse en Japanse ondernemingen hebben zich door middel van overnames in Europa gevestigd. Hierdoor konden zij de importtarieven van de Europese Unie, die gelden voor landen buiten Europa, omzeilen. Strikte reguleringen, bijvoorbeeld ter behoud en bescherming van het milieu, kunnen een expansie 'de novo'² kostbaar en tijdrovend maken voor een buitenlandse onderneming. De overname van een andere onderneming, die reeds voldoet aan de desbetreffende reguleringen in het land, kan dan een beter alternatief zijn;
- geografische diversificatie: de Nederlandse economie is niet perfect gecorreleerd met die van de Verenigde Staten of China. Internationale overnames reduceren het ondernemingsrisico door niet langer afhankelijk te zijn van slechts één enkele binnenlandse economie;
- serviceverlening aan de bestaande klanten: met name in de dienstverleningssector is er de laatste jaren een sterk internationalisatieproces waar te nemen. Banken, marketing- en adviesbureaus en grote accountantskantoren zijn hun belangrijke klanten gevolgd in het buitenland om ook daar ter plaatse hun diensten te kunnen verlenen. De klant zal in het buitenland graag de relatie met haar vaste bank willen voortzetten, naast een eventuele relatie met een lokale bank. Door internationale expansie voorkomt de bank dat zij produktie en wellicht zelfs uiteindelijk haar klanten verliest.

Internationale overnames hebben dus, in vergelijking met nationale overnames, de potentie om een meerwaarde te creëren. Om inzicht te krijgen in hoeverre een internationale overname in de praktijk deze meerwaarde ook daadwerkelijk bewerkstelligt, worden in vele onderzoeken de rendementen van de betrokken aandeelhouders geobserveerd. Rondom de dag van officiële aankondiging tot een internationale overname

worden met behulp van het marktmodel de abnormale rendementen van de betrokken fondsen geanalyseerd. We zullen de belangrijkste studies en hun resultaten bespreken. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de rendementen van de aandeelhouders van de doelwitondernemingen en die van de aandeelhouders van de biedende ondernemingen. Vervolgens zullen we het door ons verrichte onderzoek behandelen, waarin is gekeken naar internationale overnames door Nederlandse ondernemingen in de periode 1990 tot en met 1993.

Welvaart van de aandeelhouders van de doelwitonderneming

Harris en Ravenscraft (1991) keken in hun onderzoek naar overgenomen Amerikaanse ondernemingen. Zij besteedden met name aandacht aan de verschillen tussen de overnames gedaan door andere Amerikaanse ondernemingen en overnames gedaan door buitenlandse ondernemingen. Het onderzoek leverde drie belangrijke resultaten op.

Allereerst is aangetoond dat internationale overnames relatief vaker voorkwamen in R&D-intensieve bedrijfstakken dan nationale overnames (R&D-intensief is een indicatie voor de aanwezigheid van bepaalde ondeelbare technologieën). Tegelijkertijd bleek dat 75% van de internationale overnames in dezelfde bedrijfstak plaatsvonden (gerelateerde overnames). Deze beide bevindingen doen vermoeden dat imperfecties in produkt- en factormarkten een belangrijke rol spelen bij directe buitenlandse investeringen. Ten tweede was de welvaartstijging van de aandeelhouders van de doelwitondernemingen bij internationale overnames significant groter dan bij nationale overnames (circa 10% meer). Ten slotte hebben Harris en Ravenscraft de invloed van de belastingwetgeving, de soort bedrijfstak en de wisselkoers geanalyseerd. Dit leverde slechts voor de fluctuaties van de wisselkoers een positieve correlatie op. Met een sterke wisselkoers voor de buitenlandse bieder correleerde een hogere premie voor de Amerikaanse aandeelhouders.

Shaked, Michel en McClain (1991) concluderen eveneens uit hun onderzoek dat buitenlandse ondernemingen hogere biedingen doen voor Amerikaanse doelwitondernemingen dan Amerikaanse ondernemingen. Zij wijten dit verschil (5 -

10%, afhankelijk van de industrie) onder andere aan de wens van vele buitenlandse ondernemingen om naar de Amerikaanse markt te expanderen (goed ondernemersklimaat; economisch en politiek zeer stabiel).

In het onderzoek van Servaes en Zenner (1990) gold dat voor de periode van vóór 1981 (invoering van de Economic Recovery Tax Act - ERTA) en na 1986 (invoering van de Tax Reform Act - TRA) het positief abnormaal rendement van Amerikaanse doelwitondernemingen met buitenlandse bidders groter was dan wanneer het binnenlandse bidders betrof. Tussen deze twee jaartallen was de situatie precies omgekeerd. Hiermee bevestigen zij het motief van belastingvoordelen. De ERTA had destijds namelijk een negatieve uitwerking voor in de VS gevestigde buitenlandse ondernemingen en de TRA vergrootte juist weer het relatieve voordeel van de buitenlandse investeerders ten opzichte van hun Amerikaanse concurrenten.

Cebenoyan, Papaioannou en Travlos (1992) en Conn en Connel (1990) stellen in hun studies dat de welvaart voor de aandeelhouders van doelwitondernemingen groter wordt naarmate de intensiteit van de internationale overname-activiteiten in de bedrijfstak toeneemt. Conn en Connel vergeleken hiertoe internationale overnames in de Verenigde Staten met internationale overnames in het Verenigd Koninkrijk. Zij vonden dat het positief abnormaal rendement (in de maand rondom de aankondiging) voor aandeelhouders van doelwitondernemingen in het Verenigd Koninkrijk half zo klein was als die van aandeelhouders van Amerikaanse doelwitondernemingen. Dit bevestigt de hypothese dat de concurrentie-intensiteit op de 'market for corporate control' in de VS groter is dan in het VK. Dit wordt volgens de auteurs veroorzaakt door bepaalde overheidsregelingen en de zogenaamde 'antitrust-laws' in de VS, die de informatievoorziening en openheid ten aanzien van fusies en overnames stimuleert en concurrerende biedingen bevordert.

Welvaart van de aandeelhouders van de biedende onderneming

Het positief abnormaal rendement voor de aandeelhouders van ondernemingen die het doelwit vormen van een internationale overname

is dus overduidelijk aangetoond in de verschillende studies. In de meeste gevallen is de premie bij internationale overnames zelfs hoger dan bij nationale overnames. De resultaten voor wat betreft de rendementen van de biedende ondernemingen zijn daarentegen minder eenduidig.

Zo leverde het onderzoek van Doukas en Travlos (1988), waarbij Amerikaanse ondernemingen als bieder optreden, een insignificant positief abnormaal rendement op voor de aandeelhouders van deze ondernemingen. Aankondigingen tot overnames door multinationals, die reeds actief aanwezig waren in het land van de doelwitonderneming, leverden insignificante negatieve koerseffecten op. Echter, in de gevallen dat de multinationale onderneming een expansie aankondigde naar een land waar zij voorheen niet actief opereerde, was het resultaat gemiddeld positief (en significant). Dit gold met name voor de aankondigingen waarbij het land van de doelwitonderneming minder ontwikkeld was.

De studie van Morck en Yeung (1992) richtte zich met name op de relatie tussen de koersreacties en de al dan niet aanwezigheid van zogenaamde immateriële activa. Uitgaven aan R&D (een indicatie voor de aanwezigheid van bepaalde ondeelbare technologieën) bleken positief gecorreleerd te zijn met koerswijzigingen bij aankondiging van een internationale overname. Uitgaven aan marketing (een indicatie voor marketing-gerelateerde ontastbare activa) vertoonden bij met name de grote ondernemingen een positieve correlatie met koersreacties bij aankondiging. Bij afwezigheid van deze immateriële activa bleken de aankondigingen niet tot positieve koersreacties te leiden.

Kang (1993) vond een positief abnormaal rendement voor Japanse biedende ondernemingen die overnames deden in de VS. Eén van de verklarende factoren hiervoor vormde volgens de auteur de wisselkoers van de Japanse yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Gedurende de testperiode was de waarde van de yen sterk gestegen, gerelateerd aan de dollar. Kang vond een positieve correlatie tussen deze appreciatie van de yen en het rendement voor de Japanse bieder.

Er is slechts een paar onderzoeken voorhanden die betrekking hebben op Nederlandse ondernemingen.

Zo heeft Hazenberg (1990) in totaal 232 overname-aankondigingen bestudeerd en hij keek hierbij naar het behaalde rendement voor de aandeelhouders van de biedende ondernemingen. 139 van deze 232 aankondigingen betroffen overnames in het buitenland. De aandeelhouders behaalden een positief abnormaal rendement, maar dit rendement week niet significant af van het rendement behaald bij binnenlandse overnames.

Ligterink (1992) heeft zowel gekeken naar de aandelenrendementen van Nederlandse ondernemingen die het doelwit vormden van een internationale overname als wel de aandelenrendementen van biedende Nederlandse ondernemingen die beursgenoteerde ondernemingen uit het VK (4 gevallen) of uit de VS (8 gevallen) wilden overnemen. Hij concludeerde dat, in vergelijking met zuiver binnenlandse overnames, de aandeelhouders van Nederlandse doelwitondernemingen een hoger abnormaal rendement behaalden. Er gold een rendement van 38,6% voor de internationale overnames. Bruining (1992) had in een studie naar binnenlandse overnames in Nederland een rendement van 29,6% gevonden. Ligterink kon echter geen sluitende verklaring voor dit verschil geven. Hij heeft hiertoe onder andere de sterkte van de valuta in zijn onderzoek betrokken (het is zeer onwaarschijnlijk dat de hogere premie in Nederland hierdoor kan worden verklaard, immers in bijna alle gevallen was de valuta van het land van de overnemende onderneming op het moment van overname relatief zwak ten opzichte van de gulden). De aandeelhouders van de biedende Nederlandse ondernemingen behaalden gemiddeld een cumulatief abnormaal rendement van 1,80%, dat statistisch niet significant verschilde van nul. Als mogelijke oorzaak hiervoor werd aangevoerd de intensieve concurrentie op de 'market for corporate control' in de VS en het VK. Een alternatieve verklaring die Ligterink noemt is dat de voordelen van internationalisatie reeds in de koers van het aandeel waren verwerkt. De geanalyseerde Nederlandse ondernemingen waren alle in het bezit van verschillende buitenlandse dochters. Een internationale overname, in een gebied waar de onderneming reeds actief werkzaam is, veroorzaakt geen significant verschil (zie ook Doukas en Travlos).

Moerland (1993) wijst in het kader van de 'market for corporate control' op belangrijke

culturele en institutionele verschillen tussen continentaal-Europese landen en Japan enerzijds en de Angelsaksische landen anderzijds (VS, VK, Canada en Australië). In Angelsaksische landen is het eigendom van ondernemingen vaak wijd verspreid over vele aandeelhouders, waaronder een groot aantal particuliere beleggers. Ook bezit het management vaak een deel van de aandelen. Op deze wijze bestaat een substantieel 'agency'-probleem. De aandeelhouder moet daarom kunnen vertrouwen op bepaalde controle-mechanismen, zoals beloningssystemen voor het management en een goed functionerende 'market for corporate control'. Vijandige overnames vinden in deze landen veelvuldig plaats. In continentaal Europa (waaronder Nederland) is het eigendom van een onderneming veelal geconcentreerd bij enkele grote institutionele beleggers, zoals banken en verzekeraars. Zij oefenen vaak direct invloed uit op de onderneming waardoor het controle-mechanisme van de 'market for corporate control' slechts zelden in werking treedt. Een actief functioneren van de overnamemarkt wordt ook nog eens belemmerd door de toegestane beschermingsconstructies.³

Angelsaksische landen hebben eveneens een andere perceptie van het concept onderneming. In deze landen wordt de onderneming met name gezien als een verlengstuk van de aandeelhouders. Bijvoorbeeld de benoeming en het ontslag van de directie is hier veelal voorbehouden aan de aandeelhouders. In continentaal-Europese landen daarentegen ziet men de onderneming meer als een op continuïteit gerichte organisatie waarbij verschillende deelbelangen behartigd dienen te worden, zoals die van de managers, de aandeelhouders, vreemd vermogen-verschaffers en werknemers. De feitelijke macht ligt hier eerder bij het management en de toezichhoudende besturen, zoals in Nederland de raad van commissarissen, dan bij de aandeelhouders. De zeggenschapsrechten van particuliere aandeelhouders zijn zelfs vaak beperkt. Moerland stelt in zijn onderzoek terecht dat de institutionele en culturele verschillen tussen Angelsaksische en continentaal-Europese landen van invloed zijn op het economisch gedrag en dus ook op de herstructureringen in de markt.

Het onderzoek

In het onderzoek hebben we ons gericht op de vraag in hoeverre aankondigingen tot internationale overnames door Nederlandse ondernemingen

voor de aandeelhouders van deze Nederlandse ondernemingen een extra rendement opleveren. Tevens is geanalyseerd of de geografische ligging van de doelwitondernemingen hierop van invloed is. De aard van de 'market for corporate control', zoals hierboven reeds beschreven, is in de verschillende deelgebieden immers niet dezelfde. Een overname in een land waar de concurrentie-intensiteit op de overnamemarkt groot is zal mogelijkwerwijs tegen een hogere prijs dienen te geschieden. Dit kan zover gaan dat de meerwaarde voor de biedende onderneming van een overname door een te hoge premie teniet wordt gedaan. Die meerwaarde komt in dit geval geheel toe aan de aandeelhouders van de doelwitonderneming. Voor de geografische onderverdeling hebben we vier subgroepen onderscheiden. De argumentatie voor de gekozen opsplitsing is als volgt. De subgroep Noord-Amerika bestaat voor bijna 90 procent uit aankondigingen tot overnames in de VS en dit land kent een vrije overnamemarkt. De sterke concurrentie-intensiteit in deze regio kan een matigend effect hebben op de te behalen rendementen voor de Nederlandse aandeelhouders.

Hoewel West-Europa nog niet als een uniforme markt kan worden beschouwd, nemen de verschillen in de desbetreffende overnamemarkten door geharmoniseerde EG-richtlijnen (ter zake van fusies en overnames) af. Om deze reden hebben we West-Europa ook tot één subgroep geformeerd. Kenmerkend voor de meeste Westeuropese landen zijn de diverse wettelijke en institutionele maatregelen die een vrije overnamemarkt in de weg staan.⁴ Dit impliceert een zwakkere concurrentie op de Europese overnamemarkten.

Over de overnamemarkten in Oost-Europa is weinig bekend. Gezien de recente omslag van een planeconomie naar een markteconomie en gezien de grote politieke en wettelijke veranderingen die er plaatsvinden, kan er nog nauwelijks van goed functionerende overnamemarkten worden gesproken. Toch is deze regio steeds interessanter aan het worden voor Westerse ondernemingen en dient er meer duidelijkheid te komen over de werking van de overnamemarkten aldaar. In ons onderzoek vormt Oost-Europa echter slechts een kleine subgroep.

De resterende werelddelen zijn noodgedwongen in één subgroep samengebracht gezien het geringe aantal aankondigingen tot overnames in deze regio's.

De data en de methodologie

Het onderzoek betreft 198 aankondigingen tot internationale overnames, gedaan door 61 beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen. De onderzochte overnames werden in de periode van januari 1990 tot en met december 1993 aangekondigd in Het Financieele Dagblad. De overnames zijn ontleend aan de rubriek 'Bedrijfsconcentraties', dat ieder kwartaal in Het Financieele Dagblad wordt opgenomen.

Tabel 2: Verdeling van het totale bestand

Regio	Aantal
West-Europa	129
Noord-Amerika	35
Oost-Europa	20
Overige regio's	9
Mix-aankondigingen *	5

*Mix-aankondigingen: aankondigingen waarbij meer dan één land is betrokken.

De aankondigingsdata werden met behulp van de relevante perspublicaties vastgesteld. De eerste officiële bekendmaking van het voornemen tot het doen van een overname werd als aankondigingsdatum gebruikt. In een aantal gevallen publiceerde Het Financieele Dagblad voorafgaande geruchten. In deze gevallen werd als aankondigingsdatum gekozen de dag waarop het betrokken management het bericht niet langer tegensprak. Bij aankondigingen die gedaan werden op zaterdag (geen handel op de Amsterdamse Effectenbeurs) werd als aankondigingsdatum de voorafgaande vrijdag genomen.

Om in het onderzoeksbestand te worden opgenomen moest het belang dat de overnemende onderneming verwierf tevens groter zijn dan 50 procent. De veronderstelling hierbij is dat de zeggenschap bij een belang van 50 procent of meer overgaat op de overnemende onderneming.

Overnames die zijn gedaan door financiële instellingen (banken, verzekeraars en beleggingsmaatschappijen) werden buiten het onderzoek gelaten. Deze bedrijven kennen specifieke regelgeving en overheidstoezicht, waardoor een vergelijking met andere ondernemingen enigszins wordt vertekend.

Indien een Nederlandse onderneming in de testperiode verscheidene malen een aankondiging deed tot een internationale overname werd de

grootste overname (gemeten aan de hand van omzetcijfers van de doelwitonderneming) in het bestand opgenomen.

De aandelenrendementen zijn berekend aan de hand van de dagelijkse slotkoersen van de verschillende fondsen en zijn gecorrigeerd voor dividenduitkeringen. In formulevorm,

$$R_{it} = \log \{ (P_{it} + \text{DIV}_{it}) / P_{it-1} \},$$

waarbij P_{it} de prijs van aandeel i op dag t voorstelt, DIV_{it} het die dag uitgekeerde dividend en P_{it-1} de prijs van het aandeel op dag $t-1$, eventueel aangepast voor aandelensplitsing en nieuwe aandelenemissies.

Zowel de slotkoersen van de aandelen als de uitbetaalde dividenden zijn ontleend aan Datastream. Voor het rendement van de markt is als benadering de CBS-Herbeleggingsindex gebruikt.

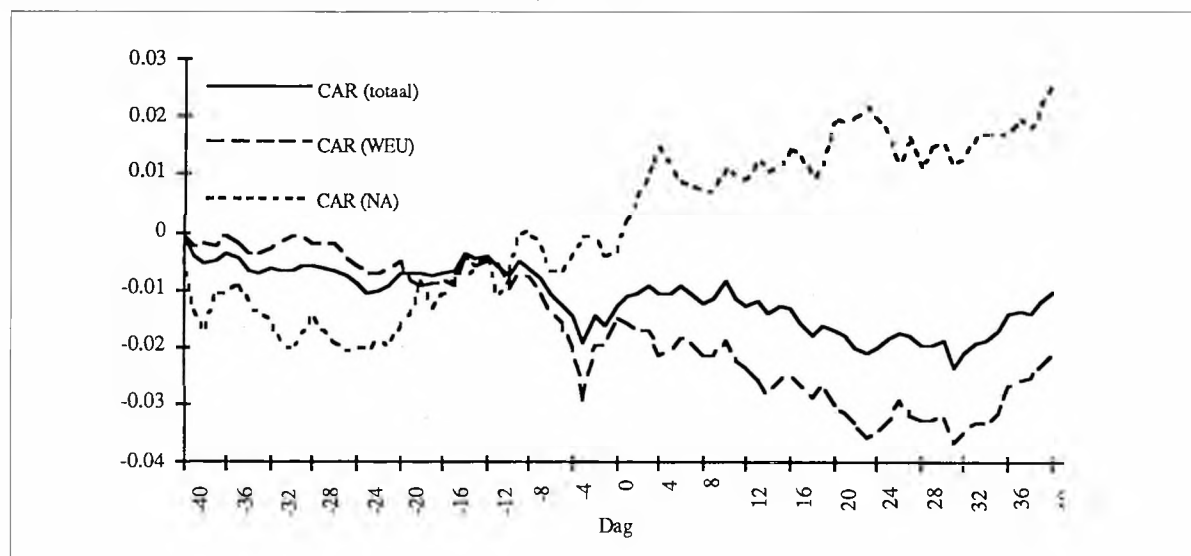
Met behulp van de 'event study'-methode is het buitengewoon rendement vastgesteld. In dit onderzoek is er gerekend met het marktmodel.⁵

De resultaten

In eerste instantie zijn de gemiddelde abnormale rendementen (ARs) en de cumulatieve abnormale rendementen (CARs) van het gehele bestand (198 overname-aankondigingen) berekend. In figuur 1 is te zien dat over de gehele testperiode de ontwikkeling van het cumulatief abnormale rendement licht negatief is (echter niet significant verschillend van nul). Op het interval van twee dagen voorafgaande aan de aankondigingsdag tot en met de aankondigingsdag zelf valt echter een stijging van het rendement waar te nemen. In deze drie dagen behalen de aandeelhouders van de biedende Nederlandse ondernemingen een cumulatief abnormaal rendement van 0,49% (t-waarde 2,66), dat statistisch significant verschilt van nul. Ook gedurende de eerste vijf dagen na de aankondigingsdag is er een positieve CAR van 0,50% (t-waarde 1,92) voor de aandeelhouders. Op de dag van aankondiging zelf is het gemiddelde abnormale rendement van de 198 aankondigingen bijna 0,20% (t-waarde 1,85). Rondom de dag van aankondiging valt dus een kleine positieve reactie in de aandelenrendementen waar te nemen.

Vervolgens zijn de resultaten afzonderlijk per subgroep berekend. Vastgesteld is of deze resultaten onderling significant verschillen.

Figuur 1: De gemiddelde CARs rondom de aankondigingsdatum



De subgroep West-Europa geeft, evenals bij het totale bestand, een negatieve ontwikkeling van het cumulatief abnormaal rendement te zien gedurende de testperiode (figuur 1). Ook hierbij is een kleine opleving waar te nemen kort vóór, en óp de dag van aankondiging. Op het interval $(-2, 0)$ is het CAR 0,80% (t-waarde 3,63). De andere tijdsintervallen geven geen significante afwijkingen van nul te zien.

De resultaten van de aankondigingen tot overnames in Noord-Amerika geven een ander beeld. Het CAR blijft tot dag $t = + 10$ negatief. Daarna wordt deze licht positief (figuur 1). In de vijf dagen na aankondiging is een scherpe stijging van het rendement waar te nemen. Op het interval $(0, 5)$ is het CAR 1,65% (t-waarde 3,14). Echter, in tegenstelling tot de voorgaande resultaten is er nu op het

Tabel 3: De gemiddelde CARs over verschillende periodes

Interval	CAR	T-waarde
Panel A: Totale bestand		
$(-5, -1)$	-0.000329	-0.136879
$(-2, 0)$	0.004952	2.664721
$(-1, 0)$	0.002074	1.367017
$(0, 5)$	0.005046	1.920057
$(-20, 20)$	-0.004968	-0.722953
Panel B: West-Europa		
$(-5, -1)$	0.000073	0.025346
$(-2, 0)$	0.008075	3.631767
$(-1, 0)$	0.003062	1.686607
$(0, 5)$	0.002808	0.893257
$(-20, 20)$	-0.013636	-1.659245
Panel C: Noord-Amerika		
$(-5, -1)$	-0.001905	-0.395695
$(-2, 0)$	0.000198	0.053245
$(-1, 0)$	0.000786	0.258375
$(0, 5)$	0.016569	3.143058
$(-20, 20)$	0.007152	2.014946

interval $(-2, 0)$ geen significante afwijking van nul waargenomen. Wel geeft het interval $(-20, 20)$ een significant cumulatief abnormaal rendement (van 0,71%, t-waarde 2,01). Voor deze subgroep geldt een positieve ontwikkeling van het CAR gedurende de testperiode. Een overzicht van de verschillende resultaten is in tabel 3 (pag. 129) weergegeven.

De andere subgroepen, te weten Oost-Europa en 'overige regio's', laten geen significante resultaten zien. Een belangrijke beperking bij deze subgroepen is het kleine aantal overname-aankondigingen.

Opmerkelijk is dat de rendementen van de subgroep Noord-Amerika aanmerkelijk stijgen na de aankondigingsdag, terwijl in dezelfde periode de rendementen van de overnames in West-Europa een verdere neerwaartse trend laten zien. Dit verschil is moeilijk te verklaren.

De 'market for corporate control' in de VS kent een grote concurrentie-intensiteit en wordt nauwelijks door wettelijke of institutionele maatregelen beïnvloed. De verwachting zou zijn dat de rendementen in deze subgroep laag uitvallen (in elk geval lager dan de rendementen die op overnames van Europese doelwitondernemingen worden behaald). Echter, de werkelijke cijfers spreken deze verwachting tegen.

De hogere rendementen worden ook niet veroorzaakt door het feit dat de over te nemen ondernemingen in de VS groter zijn dan de Europese ondernemingen. In zoverre wij over gegevens van de doelwitondernemingen beschikten bleken de omzetcijfers van de Amerikaanse ondernemingen niet hoger te liggen dan die van de Europese ondernemingen.

Een mogelijke verklaring zou daarentegen wel kunnen zijn dat de ondernemingen die overnames in Noord-Amerika aankondigden in vele gevallen voorheen niet in dit werelddeel actief waren. Europese overnames vonden juist veelvuldig plaats in landen waar de Nederlandse ondernemingen reeds werkzaam waren. Ook Doukas en Travlos (1988) toonden in hun onderzoek aan dat ondernemingen die overnames deden in gebieden waar zij voorheen nog niet actief werkzaam waren hogere abnormale rendementen behaalden.

Afgezien van de resultaatverschillen tussen West-Europa en Noord-Amerika kan in het geheel worden geconcludeerd dat de abnormale rendementen klein en vaak zelfs insignificant zijn. Hiervoor kunnen enkele mogelijke verklaringen worden aangedragen.

Aangezien overnemende ondernemingen in het algemeen veel groter zijn dan doelwitondernemin-

gen resulteert een in absolute zin aanzienlijke welvaartstoename slechts in een relatief lage percentuele toename. In Bradley, Desai en Kim (1988) wordt dit aspect als volgt verwoord: 'The acquisition of a very small firm by a very large firm may have an imperceptible effect on the return to the acquiring firm regardless of the profitability of the acquisition'.⁶

Een alternatieve verklaring voor het kleine abnormale rendement rondom de aankondiging is dat de voordelen van internationalisatie reeds in de koers van het aandeel zijn verwerkt. Op één na alle Nederlandse ondernemingen uit het bestand hadden reeds buitenlandse dochterondernemingen. Een nieuwe buitenlandse overname maakt in een dergelijk geval deel uit van de 'normale' ondernemingsactiviteiten en zal derhalve geen koersreactie teweeg brengen. Deze verklaring zou met name kunnen gelden voor de Europese overnames.

Tevens maken overnames, die worden gedaan door deze grote multinationals, veelal deel uit van een eerder aangekondigd overname-programma. Dit maakt een goede meting van het abnormale rendement moeilijker. De waardecreatie voor de aandeelhouders wordt hoogstwaarschijnlijk in twee fasen behaald: het eerste gedeelte rondom de aankondiging van het overname-programma en een tweede gedeelte rondom de specifieke aankondiging zelf.⁷ Hiermee hangt samen het feit dat biedende ondernemingen in een aantal gevallen al pakketten aandelen in een onderneming hebben gekocht alvorens de overnameplannen publiekelijk bekend te maken. Dit is ook van invloed op de koers.

Conn en Connell (1990) stellen in de conclusie van hun onderzoek dat de waardecreatie voor de aandeelhouders van de biedende ondernemingen dubbelzinnig is doordat de resultaten sterk afhangen van de gekozen testperiode (alleen vóór aankondiging, alleen ná aankondiging of gemengd). In hun onderzoek waren de CARs vóór aankondiging significant lager dan die van ná aankondiging. De beide periodes samen gaven (veelal insignificante) gemiddeldes van de uiteenlopende resultaten. Ook de resultaten van ons onderzoek geven verschillen aan tussen de periodes vóór en ná de aankondiging.

Conclusie

De resultaten van het onderzoek spreken de eerdere onderzoeken, met betrekking tot interna-

tionale overnames door Nederlandse biedende ondernemingen, niet tegen. De resultaten van het onderzoek tonen een klein significant abnormaal rendement van 0,50% op het interval (-2, 0). Dit rendement is voor de aankondigingen tot overnames binnen West-Europa nog iets hoger (0,80%). De aankondigingen van overnames in Noord-Amerika geven op dit interval daarentegen geen significant positief rendement. Naar alle waarschijnlijkheid heeft dit niets met de hogere concurrentie-intensiteit op deze markt te maken, aangezien het rendement op het interval (0, 5) voor deze subgroep 1,65% is. Dit rendement is weer duidelijk hoger dan de rendementen behorend bij de Westeuropese overname-aankondigingen. Een verklaring hiervoor kan zijn dat de biedende ondernemingen voorheen nog niet actief waren in Noord-Amerika. In Europa kwamen overnames met een dergelijk kenmerk minder vaak voor.

LITERATUUR

- Bradley, M., A. Desai en E.H. Kim, (1988), Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 21, pg. 3-40.
- Brown, S. en J. Warner, (1980), Measuring security price performance, *Journal of Financial Economics* 8, pg. 205-258.
- Bruining, J.H.P., (1992), De effecten van overnames op aandelenrendementen: de Nederlandse ervaring 1981-1992, in J.J. van Duijn, H.M. Kat en H.P.A.J. Langendijk (red.), *Fusies en overnames*, Academic Service, Schoonhoven.
- Cebenoyan, A.S., G.J. Papaioannou en N.G. Travlos, (1992), Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders, *Financial Management* 21, no. 3, pg. 58-68.
- Conn, R.L. en F. Connell, (1990), International mergers: returns to US and British firms, *Journal of Business Finance and Accounting*, pg. 689-711.
- Doukas, J. en N.G. Travlos, (1988), The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: evidence from international acquisitions, *Journal of Finance* 36, pg. 1161-1175.
- Froot, K.A. en J.C. Stein, *Exchange rates and foreign direct investment*, NBER working paper, no. 2914.
- Harris, R.S. en D. Ravenscraft, (1991), The role of acquisitions in foreign direct investment: evidence from the US stock market, *Journal of Finance* 46, pg. 825-844.

- Hazenberg, J.J., (1990), Overnames en de welvaart van aandeelhouders, *ESB*, pg. 279 - 281.
- Jarrell, G.A., J.A. Brickley en J.M. Netter, (1980), The market for corporate control: the scientific evidence since 1980, *Journal of Economic Perspectives* 2, pg. 49-68.
- Jensen, M. en R. Ruback, (1983), The market for corporate control: the scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, April, pg. 5-50.
- Jong, H.W. de, (1990), De ondernemingsmarkt in Europa, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, pg. 595-616.
- Kang, J.K., (1993), The international market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, pg. 345-371.
- Ligterink, J.E., (1992), Grensoverschrijdende fusies en overnames, in J.J. van Duijn, H.M. Kat en H.P.A.J. Langendijk (red.), *Fusies en overnames*, Academic Service, Schoonhoven.
- Moerland, P.W., De overnamemarkt in theorie en praktijk, *ESB*, 14-9-1988.
- Moerland, P.W., (1993), *Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems*, Manuscript, Tilburg University.
- Morck, R. en B. Yeung, (1992), Internalization: an event study test, *Journal of International Economics*, pg. 41-56.
- Servaes, H. en M. Zenner, (1990), *The returns to foreign acquisitions in the United States*, working paper, The University of Chicago en The University of North Carolina.
- Shaked, I., A. Michel en D. McClain, (1991), The foreign acquirer bonanza: myth or reality?, *Journal of Business Finance & Accounting*, 18(3), pg. 431-447.
- Stern, J.M. en D.H. Chew (red.), (1986), *The revolution in corporate finance*, Oxford, Blackwell.
- Weston, F.J., K.S. Chung en S.E. Hoag, (1990), *Mergers, restructuring and corporate control*, Prentice Hall, London.

NOTEN

- 1 De auteurs danken de redactie van het Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie en in het bijzonder Prof. Dr. P.W. Moerland, alsook Prof. Dr. A.C.C. Herst voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.
- 2 Waarbij de onderneming in het buitenland op eigen kracht nieuwe activiteiten opstart.
- 3 Zoals certificering, stemrechtbeperking, prioriteitsaandelen e.d.. De Nederlandse beschermingsmaatregelen zijn alle sterk gericht op de beperking van de bevoegdheden van de gewone aandeelhouders. De in de VS toegestane maatregelen, daarentegen, zijn vooral gericht op bescherming van de belangen van de aandeelhouders ingeval van een overname.
- 4 Behalve naar Moerland, 1993, kan hier ook verwezen worden naar De Jong, 1990. Hij noemt met name Nederland, Zwitserland, Duitsland, Oostenrijk en Scandinavië.

5 Volgens het marktmodel kan het ex-ante rendement voor fonds i op dag t (R_{it}) uitgedrukt worden als:

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt}$$

Dit normale rendement dient als basis voor het berekenen van het abnormale rendement (AR_{it}) voor fonds i op dag t (de parameters a_i en β_i worden geschat door middel van lineaire regressie van R_{it} op R_{mt}). Hiervoor werden de dagrendementen van het betreffende fonds en de CBS-Herbeleggingsindex van 240 dagen ($t = -280$ tot $t = -40$) voorafgaande aan de testperiode gebruikt. De testperiode loopt van $t = -40$ tot en met $t = +40$, waarbij $t = 0$ de aankondigingsdag is).

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + \beta_i R_{mt})$$

Hierbij geeft R_{it} het werkelijke rendement van fonds i op dag t uit de observatieperiode weer en $a_i + \beta_i R_{mt}$ is een ge-

schatte benadering van het rendement van de betreffende onderneming in afwezigheid van de specifieke gebeurtenis van een aankondiging tot een internationale overname.

Dit abnormale rendement per fonds op dag t wordt nu voor elke dag uit de observatieperiode gemiddeld voor alle bedrijven. Zodoende ontstaat het gemiddelde abnormale rendement (AR) per dag. Cumulatieve gemiddelde abnormale rendementen (CAR), voor bijvoorbeeld intervallen van de observatieperiode kunnen zo ook berekend worden.

$$CAR = \sum_{t_1}^{t_2} AR$$

De statistische significantie van de ARs en de CARs worden nagegaan door middel van een t-statistiek.

6 Zie voetnoot 23, pg. 27 van Bradley, Desai en Kim, 1988.

7 Stern en Chew, 1986, pg. 365.