

Het effect van overnames op de aandelenrendementen van biedende ondernemingen

Laurens Swinkels en Rob van den Berg

SAMENVATTING In dit artikel tonen wij aan dat aankondigingen van overnames een significant positief effect hebben op de aandelenkoers van de overnemende partij. Het abnormale rendement in de periode van 10 dagen rond de aankondiging is 0,84 procent voor onze steekproef van 196 overnames door Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in de periode 2002-2006. Aankondigingen van binnenlandse overnames laten in onze steekproef een gemiddeld hoger abnormaal rendement zien dan die van buitenlandse overnames, maar we vinden onvoldoende statistisch bewijs voor algemene uitspraken op dit gebied.

1 Inleiding

Na een aantal relatief rustige jaren neemt de overnameactiviteit de laatste jaren weer toe. Meestal duidt dit op goed nieuws voor de aandeelhouders van de bedrijven die overgenomen worden, aangezien vaak een substantiële overnamepremie wordt geboden. De academische literatuur die de kortetermijnaandeelhouderswaarde rond overnameaankondigingen bestudeert, laat zien dat aandeelhouders van overgenomen partijen een abnormaal rendement van 20-30 procent behalen; zie onder andere Jensen en Ruback (1983). Recentere literatuur vindt een iets lagere overnamepremie, maar die is nog altijd circa 15 procent; zie onder andere Goergen en Renneboog (2004).

Dr. L.A.P. Swinkels is als universitair docent verbonden aan de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Erasmus Universiteit Rotterdam en senior researcher bij de afdeling Quantitative Strategies van Robeco Asset Management. Drs. R. Van den Berg studeerde Bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit.

Of de overname voor de aandeelhouders van de overnemende partij ook zo gunstig is, hangt af van de verhouding tussen de synergievoordelen die met de overname gepaard gaan en de prijs die daarvoor wordt betaald.¹ Uit de meta-analyse van Bruner (2002) blijkt dat studies die de waardeverandering van overnemende partijen rond aankondigingen bestuderen niet tot dezelfde conclusie komen. Van de 45 wetenschappelijke artikelen die besproken worden vindt 1/3 waardevernietiging, 1/3 waardeconservering en 1/3 waardecreatie. In dit artikel onderzoeken we of de aandeelhouderswaarde van overnemende Nederlandse bedrijven toeneemt bij de aankondiging van een overname. We maken hierbij onderscheid tussen het effect van geografische en economische spreiding of specialisatie van de overname.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 wordt naast de onderzoeksopzet ook het effect op de aandeelhouderswaarde van onze steekproef besproken. In paragraaf 3 worden karakteristieken van overnames verder onderzocht. We gaan nader in op het verschil in effect van de aankondiging van een nationale of internationale overname en een overname binnen of buiten de bedrijfstak. Ten slotte analyseren we in paragraaf 4 of deze effecten naast elkaar bestaan. Paragraaf 5 bevat de conclusie van onze analyse.

2 Overnames creëren aandeelhouderswaarde

In deze paragraaf onderzoeken we het effect op de koers van het aandeel van de overnemende onderneming in de dagen rond de aankondiging van een overname. Als de koers stijgt na aankondiging van de overname interpreteert de markt het bod als gunstig voor de overnemende partij. De reden hiervoor kan zijn dat synergievoordelen tussen beide bedrijven leiden tot een voordeel bij het samenvoegen of aanvullen van economische activiteiten. Een dalende koers geeft aan dat de markt denkt dat met de over-

name waarde vernietigd wordt. Dit kan betekenen dat het bod voor de overname te hoog is, omdat bijvoorbeeld synergievoordelen door het management van de overnemende partij worden overschat of dat deze managers meer belang hechten aan een grotere dan een winstgevendere onderneming. Bruner (2002) geeft aan dat de academische literatuur verdeeld is over de richting van de koersreactie van de overnemende onderneming na een dergelijke aankondiging. De resultaten in deze paragraaf dragen bij aan de discussie omtrent waardecreatie of -vernietiging, waarbij we ons concentreren op het overnamemedrag van Nederlandse ondernemingen in de periode 2002 tot 2006.

We onderzoeken het effect van de aankondiging op het rendement van het aandeel in de periode rond de aankondiging. Hierbij corrigeren we voor algemene marktbevingen die in die periode plaatsvinden. We onderzoeken of bedrijven die overnames doen rond de aankondiging daarvan gemiddeld een positief abnormaal rendement laten zien. Het abnormale rendement (AR) is gedefinieerd als

$$(1) AR_{i,t} = R_{i,t} - \beta_i \times R_{m,t}$$

waarbij $R_{i,t}$ het rendement van aandeel i in periode t is, $R_{m,t}$ het rendement van de markt is in periode t , en β_i de mate van samenhang tussen het rendement van onderneming i met het rendement van de markt weergeeft.

We weten niet zeker of alle informatie van de aankondiging onmiddellijk in de koers van het aandeel verwerkt wordt. Het kan namelijk zijn dat door handel met voorkennis de koers vóór aankondiging al beweegt, of dat de markt een paar dagen nodig heeft om alle informatie goed te kunnen interpreteren. Vandaar dat we het cumulatieve rendement

van dag -5 tot +5 beschouwen in onze analyse. Het cumulatieve abnormale rendement (CAR) geven we voor iedere overname i aan met

$$(2) CAR_i = \sum_{t=-5}^{+5} (R_{i,t} - \beta_i \times R_{m,t})$$

Onze steekproef bestaat uit 196 overnames van Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen in de periode tussen april 2002 en april 2006. Deze gegevens zijn afkomstig uit Thomson One Banker. De rendementen zijn verkregen uit Thomson Financial Datastream. Een overzicht van onze steekproef is te vinden in Tabel 1.

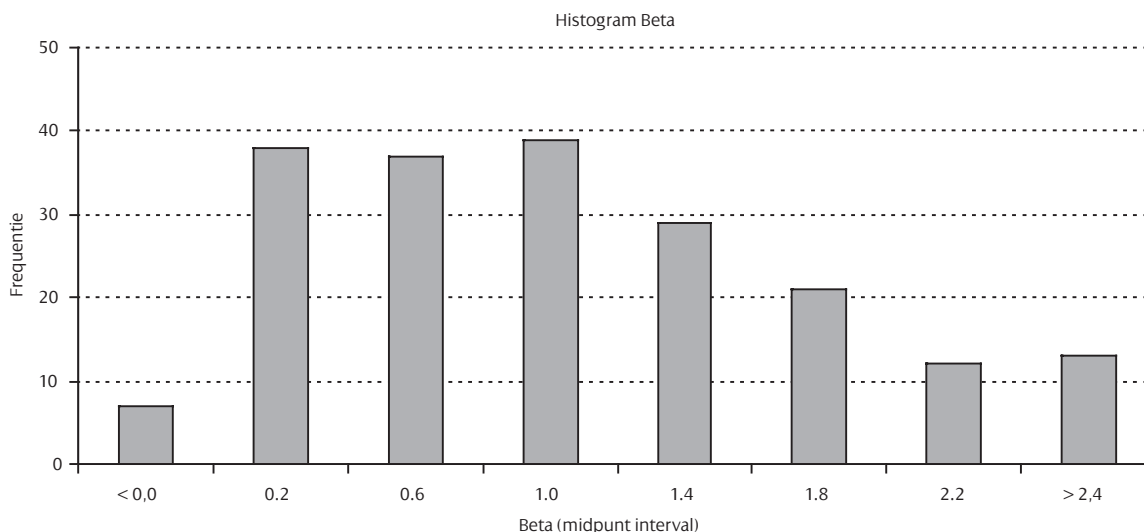
We splitsen de steekproef in een aantal groepen, welke we in paragraaf 3 verder analyseren. We zien in tabel 1 dat er meer ondernemingen zijn die economische diversificatie zoeken, aangezien in totaal 63 bedrijven een overname binnen en 133 buiten de eigen bedrijfstak doen, waarbij we de Standard Industry Classification als uitgangspunt nemen. Deze verdeling is niet specifiek toe te wijzen aan een bepaald jaar, maar is nagenoeg gelijk verdeeld per jaar. Verder zien we dat 52 bedrijven een Nederlandse onderneming overnemen en dat 144 buitenlandse bedrijven overgenomen worden. Het aantal buitenlandse overnames is in het laatste jaar van onze steekproef relatief sterk gestegen ten opzichte van de eerste drie jaren. Er is een toename te zien in het aantal overnames in het afgelopen jaar ten opzichte van de voorgaande drie jaren. Helaas hebben we geen gegevens beschikbaar om te onderzoeken of de aard van de overname (vijandig of niet) en de betaalwijze invloed hebben op de aandelenkoers, zoals onder andere in Goergen en Renneboog (2004) gedaan wordt.

De β -s in vergelijking (1) en (2), die de samenhang tussen aandelenrendementen van het bedrijf en de beurs weergeven zijn geen observeerbare variabelen,

Tabel 1

	Totaal	2005-4 2006-3	2004-4 2005-3	2003-4 2004-3	2002-4 2003-3
Aantal	196	66	40	40	50
Economisch					
Specialisatie	63	21	12	13	17
Diversificatie	133	45	28	27	33
Geografisch					
Specialisatie	52	12	15	11	14
Diversificatie	144	54	25	29	36

Figuur 1



maar moeten worden geschat. We schatten de β door middel van het marktmodel over de 100 dagen voor de periode waarin de aankondiging plaatsvindt. Het marktmodel is

$$(3) R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \times R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Als representatieve marktindex gebruiken we de MSCI wereld-aandelenindex. Onze uitkomsten zijn robuust voor de keuze van de index; de resultaten zijn kwalitatief hetzelfde als we de Amsterdam All Share index zouden gebruiken. In figuur 1 zien we de verdeling van de geschatte β -s in een histogram.

We zien dat de schattingen redelijk gelijkmatig verspreid zijn over de intervallen aangeduid met 0.2 tot en met 1.4. Lagere en hogere marktgevoeligheden komen minder vaak voor. De resultaten van onze analyse zijn relatief ongevoelig voor de schattingen van de β -s, aangezien een analyse waarbij we veronderstelden dat alle β -s gelijk zijn aan 1 kwalitatief dezelfde resultaten opleverde.

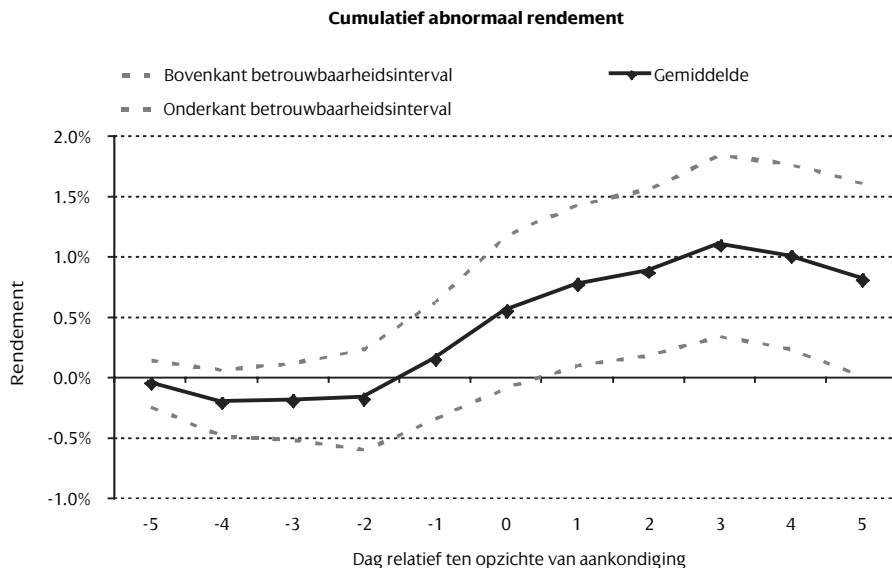
In figuur 2 laten we zien hoe het abnormale rendement van de overnemende onderneming verdeeld is rond het moment van de aankondiging. De middelste lijn geeft het gemiddelde cumulatieve rendement aan en de stippellijnen het 90% betrouwbaarheidsinterval.

Uit deze figuur is af te leiden dat een aantal dagen voor de aankondiging het abnormale rendement niet

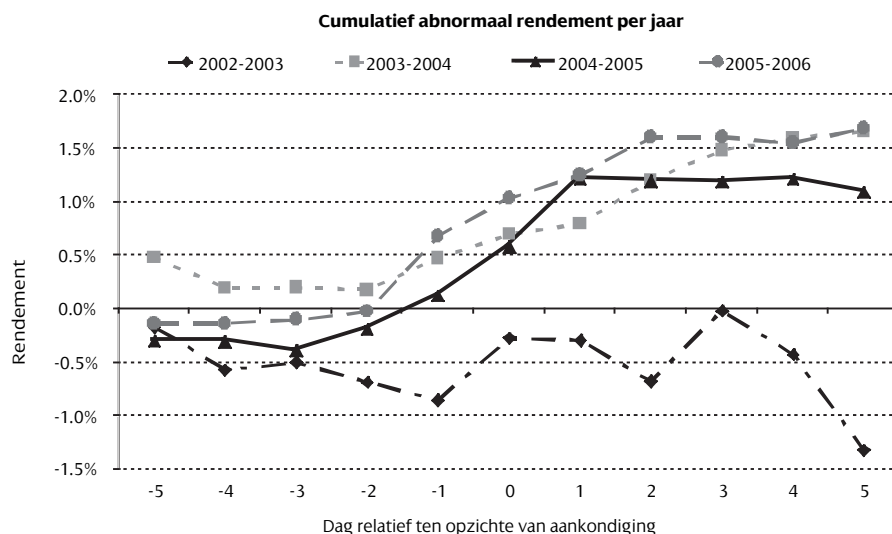
significant verschilt van nul. Eén dag voor de aankondiging zien we een stijging van het abnormale rendement. Dit zou te maken kunnen hebben met een onnauwkeurige timing van de aankondiging van de overname of het gebruik van voorkennis. Eén dag na de aankondiging is het cumulatieve abnormale rendement significant positief, en dat blijft het tot het einde van onze onderzoeksperiode.

Het cumulatieve abnormale rendement neemt toe tot 1,1 procent tot drie dagen na de aankondiging en blijft daarna vrijwel constant. Een statistische toets geeft aan dat dit abnormale rendement significant verschillend is van nul met een t-waarde van 1,72. Met andere woorden, het effect van aankondigingen van overnames leidt tot significante kortetermijnwaardecreatie bij overnemende bedrijven. De hoofdvraagstelling van ons onderzoek is hiermee positief beantwoord. Dit resultaat sluit aan bij de resultaten van Van Frederikslust, Van der Wal en Westdijk (2000), die vinden dat een aankondiging tot het doen van een overname voor 52 procent van de 202 Nederlandse ondernemingen een positief effect heeft en gemiddeld leidt tot 0,94 procent extra aandeelhouderswaarde over de periode 1954-1997. Ons resultaat sluit ook aan bij de resultaten van Goergen en Renneboog (2004), die een steekproef van 228 Europese overnames onderzoeken over de periode 1993-2000. Zij vinden dat de bidders een 1,2 procent extra aandelenrendement laten zien van twee dagen voor tot twee dagen na de aankondiging.

Figuur 2



Figuur 3



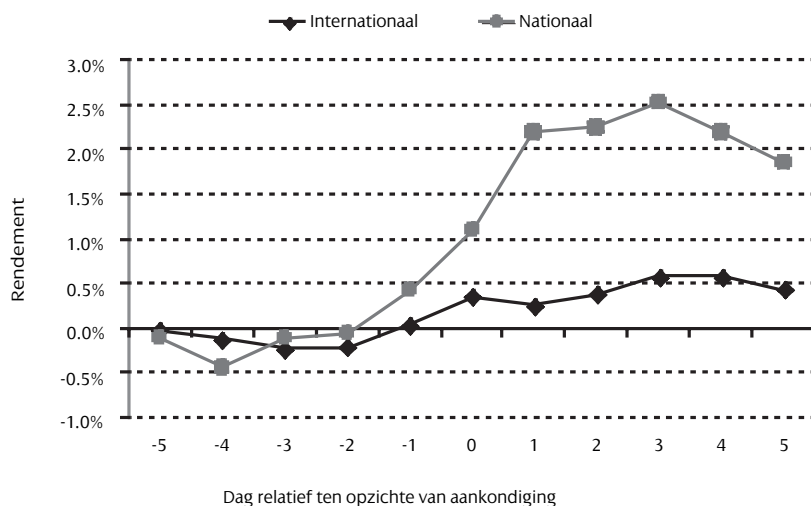
Het is op voorhand niet duidelijk of het patroon, dat in figuur 2 te zien is, constant is over de tijd. Om dit verder te analyseren splitsen we de steekproef op in de vier afzonderlijke jaren en geven de gemiddelde CAR-s per jaar weer in figuur 3. We zien dat voor de laatste drie jaren in de steekproef het effect nagenoeg hetzelfde verloopt, maar dat 2002 een veel constanter verloop heeft. Dit zou verschillende oorzaken kunnen hebben. Het beursklimaat in 2002 was relatief ongunstig na een wereldwijde sterke daling op de aandelen-

beurzen. Een mogelijk ander effect betreft de strengere verslaggevingstandaarden die stapsgewijs ingevoerd zijn tot de officiële invoerdatum 2005.

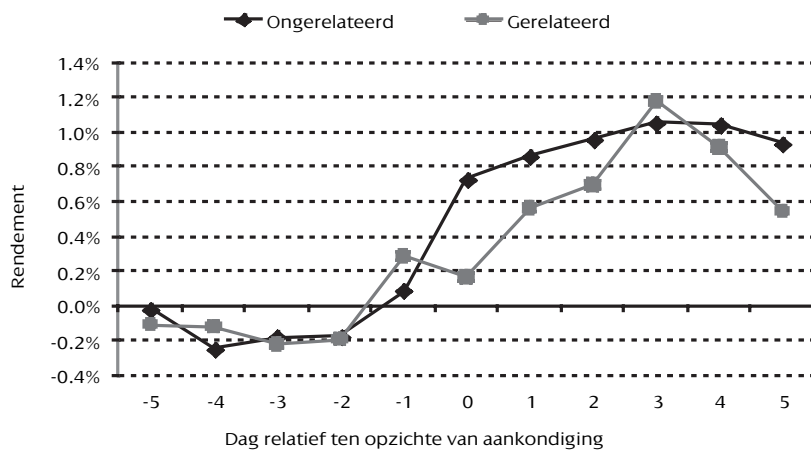
3 Geografische specialisatie of diversificatie

In deze paragraaf is ons onderzoek opgesplitst in geografische en economische spreiding van de voorgenomen overname. Bij geografische spreiding maken we het onderscheid tussen binnen- en buitenlandse

Figuur 4



Figuur 5



overnames. Bessler en Murtagh (2002) laten zien dat in hun steekproef bedrijven met binnenlandse overnames meer aandeelhouderswaarde creëren dan bedrijven met buitenlandse overnames. Campa en Hernando (2004) bevestigen dit en verklaren deze verschillen door de markt ingeschatte obstakels zoals cultuur, taal, en wetgeving. Corhay en Rad (2000) onderzoeken internationale overnames van Nederlandse ondernemingen in de periode 1990-1996. Zij concluderen dat internationale overnames

door Nederlandse bedrijven nauwelijks aandeelhouderswaarde creëren.

Onze steekproef bevat 63 nationale en 133 internationale overnames. We vergelijken het effect van een aankondiging van een nationale en internationale overname op de beurskoers. Het verloop van het cumulatief abnormaal rendement van deze twee deelsteekproeven is uitgezet in figuur 4.

Figuur 4 laat zien dat het cumulatieve abnormale rendement van een aankondiging van een binnenlandse overname beduidend hoger is (bijna 2 procent) dan dat van een buitenlandse overname (ongeveer 0,5 procent). De vraag is of dit verschil ook statistisch gezien van elkaar afwijkt. De t-waarde die we vinden voor dit verschil is 1,26, wat onvoldoende is om de verschillen als statistisch significant aan te geven.²

Bessler en Murtagh (2002) en Campa en Hernando (2004) vinden dat binnenlandse overnames gemiddeld meer waarde toevoegen dan buitenlandse overnames. Hoewel figuur 4 suggereert dat dit ook in onze steekproef het geval is, vinden we hiervoor onvoldoende statistisch bewijs. Onze resultaten sluiten dus beter aan bij Corhay en Rad (2000), die vinden dat internationale overnames door Nederlandse bedrijven waarde conserveren.

4 Economische specialisatie of diversificatie

Economische spreiding bij overnames is onder andere onderzocht door Comment en Jarrell (1994). Zij bevestigen dat er een positieve relatie is tussen het effect van de aandelenkoersen na de aankondiging en de mate van economische samenhang. Comment en Jarrell (1994) geven ook aan dat bedrijven die op zoek zijn naar diversificatie moeilijker synergievoordelen kunnen bewerkstelligen. Daarentegen creëren specialiserende bedrijven wel aandeelhouderswaarde. De empirische resultaten van Berger en Ofek (1995) bevestigen dit beeld. Zij laten zien dat het samenvoegen van economisch gezien dezelfde bedrijven een positieve invloed heeft op de bedrijfswaarde. Economisch verschillende bedrijven die samengevoegd worden zien een afname in bedrijfswaarde van 13 tot 15 procent.

Onze steekproef bevat 52 overnames die binnen de bedrijfstak plaatsvinden, en 144 die daarbuiten plaatsvinden. Een overname binnen de bedrijfstak geeft aan dat de onderneming op zoek is naar meer specialisme, terwijl een overname buiten de bedrijfstak een proxy is voor diversificatie. Wij baseren onze onderverdeling in bedrijfstakken op de Standard Industry Classification. We vergelijken het effect van een aankondiging van een specialisatie- en diversificatie-overname op de beurskoers. Het verloop van het cumulatieve absolute rendement van deze twee deelsteekproeven is uitgezet in Figuur 5.

Figuur 5 laat ongeveer hetzelfde patroon zien voor aankondigingen van gerelateerde en ongerelateerde

overnames. Er lijkt dus geen verschil te zitten in marktreactie van beide types. We voeren ook een statistische toets uit om vast te stellen of het verschil tussen beide cumulatieve abnormale rendementen significant is. De t-waarde van 0,42 bevestigt het patroon in figuur 5 en duidt erop dat de verschillen in reactie op de beurskoers tussen economisch gediversifieerd en gespecialiseerd niet significant zijn.

5 Beide invloeden gecombineerd

De voorgaande analyses geven een eendimensionaal beeld dat er vanuit gaat dat geografische en economische spreiding niet met elkaar verbonden zijn. Is dat wel het geval, dan zullen we deze effecten in één analyse op moeten nemen. Als we bereid zijn te veronderstellen dat de genoemde effecten additief zijn, kunnen we ook met een regressiemodel aangeven of de cumulatieve abnormale rendementen significant van elkaar verschillen.

$$(3) \text{CAR}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \times \text{BINNENLAND}_i + \alpha_2 \times \text{GERELATEERD}_i + \varepsilon_i$$

waarbij “Binnenland” en “Gerelateerd” dummy variabelen zijn die de waarde 1 (0) hebben bij respectievelijk een binnenlandse (buitenlandse) en gerelateerde (ongerelateerde) overname. De parameter geeft het gemiddelde cumulatieve abnormale rendement weer voor een buitenlandse ongerelateerde overname, en en geven het extra rendement weer voor een binnenlandse en gerelateerde, overname. Op basis van de literatuur verwachten we dat de parameters en positief zullen zijn.

Tabel 1

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Constance	0.84%	0.47%	0.97%	0.56%
	1.72	0.83	1.65	0.82
Binnenlands		1.38%		1.35%
		1.26		1.21
Gerelateerd			-0.43%	-0.25%
			-0.42	-0.24

De uitkomsten van deze regressieanalyse zijn als volgt te interpreteren. Model 1 met alleen een constante laat zien dat de gemiddelde CAR op 0,84 procent ligt en dat dit statistisch significant is. Dit is een getalsmatige weergave van figuur 2 die we eerder besproken hebben. Vervolgens geven de modellen 2 en 3 aan wat het effect is van de karakteristieken “binnenlands” en “gerelateerd”, die in de vorige paragrafen grafisch zijn weergegeven. Model 4 geeft aan wat het gecombineerde effect is van deze karakteristieken. Daaruit

valt af te lezen dat de effecten elkaar niet beïnvloeden, aangezien de parameters nauwelijks verschillen met die van model 2 en 3, waarin deze karakteristieken afzonderlijk onderzocht worden. Hoewel binnenlandse ondernemingen in onze steekproef een hoger gemiddelde CAR hebben laten zien, vinden we onvoldoende statistisch bewijs om hierover een algemene uitspraak te doen.

6 Samenvatting en conclusies

In dit artikel leveren we een bijdrage aan de discussie over het effect op de aandeelhouderswaarde van overnemende Nederlandse bedrijven rondom aankondigingen van overnames.

Onze belangrijkste conclusie is dat in onze steekproef van 196 overnames door Nederlandse bedrijven in de periode 2002-2006 waardecreatie plaatsvindt voor de aandeelhouders van de overnemende partij. Het cumulatieve absolute rendement in de periode van 10 dagen rond een aankondiging is 0,84 procent en statistisch significant. Dit komt overeen met de analyse van aandelenrendementen van bidders door Van Frederikslust e.a. (2000) over de periode 1954-1997.

We laten ook zien dat de aankondigingen van binnenlandse overnames in onze steekproef een hoger abnormaal rendement geven dan buitenlandse overnames, maar we vinden onvoldoende statistisch bewijs om hierover algemene uitspraken te doen. Bij het onderscheid tussen overnames binnen en buiten de bedrijfstak is nauwelijks verschil waar te nemen. ■

Literatuur

- Berger, P.G., en E. Ofek (1995), Diversification's effect on firm value, *The Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 39-65.
- Bessler, W., en J.P. Murtagh (2002), The stock market reaction to cross-border acquisitions of financial services firms: an analysis of Canadian banks, *The Journal of International Financial Markets*, vol. 12, pp. 419-440.
- Brunner, R.F. (2002), Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker, *The Journal of Applied Finance*, vol. 12, pp. 48-68.
- Campa, J.M., en I. Hernando, I. (2004), Shareholder Value Creation in European M&As, *European Financial Management*, vol. 10, no. 1, pp. 47-81.
- Comment, R., en G.A. Jarrell (1995), Corporate focus and stock returns, *The Journal of Financial Economics*, vol. 37, pp. 67-87.
- Corhay, A., en A.T. Rad (2000), International acquisitions and shareholder wealth: Evidence from the Netherlands, *International Review of Financial Analysis*, vol. 9, no. 2, pp. 163-174.
- Frederikslust, R.A. van, V. van der Wal, en H. Westdijk (2000), Effecten van

fusies en acquisities op aandelenrendementen: theorie en empirie, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 73, nr. 6, juni, pp. 264-284.

Goergen, M., en L. Renneboog (2004), Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids, *European Financial Management*, vol. 10, no. 1, pp. 9-45.

Jensen, M.C., en R.S. Ruback (1983), The market for Corporate control, *The Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 5-50.

Keijzers, R., en S. van Triest (2004), Verbeterd de operationele prestatie van ondernemingen als gevolg van een fusie of overname?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jg. 78, nr. 3, maart, pp. 107-116.

Powell, R., en A. Stark (2005), Does Operating Performance Increase Post-Takeover? A Comparison of Performance Measures and Benchmarks, *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, pp. 293-317.

Noten

- 1 Keijzers en Van Triest (2004) onderzoeken de synergievoordelen van Nederlandse overnames in de periode 1986-1995 door de cashflows vóór de overname te vergelijken met de cashflows ná de overname. Zij concluderen dat geen verbetering van de operationele prestaties te zien is in hun steekproef van 14 overnames. Powell en Stark (2005) onderzoeken de operationele prestaties van bedrijven na overnames in de periode 1985-1993 in het Verenigd Koninkrijk.
- 2 Wanneer we een periode van $t = -1$ tot $t = +1$ onderzoeken vinden we wel een statistisch significante t-waarde van 2,64.