



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Goodwill and value creation of acquisitions

Lycklama à Nijeholt, M.P.

Citation

Lycklama à Nijeholt, M. P. (2010, May 12). *Goodwill and value creation of acquisitions*. Meijers-reeks. E.M. Meijers Instituut, Leiden. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/15372>

Version: Not Applicable (or Unknown)

License: [Licence agreement concerning inclusion of doctoral thesis in the Institutional Repository of the University of Leiden](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/15372>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Samenvatting goodwill en waardecreatie van overnames

Dit proefschrift gaat over goodwill als maatstaf voor waardecreatie. Een aantal jaren geleden heeft zich in de Verenigde Staten van Amerika (hierna VS, 2001) een aantal belangrijke wijzigingen voorgedaan op het gebied van de externe verslaggeving. Kort daarop werd ook de regelgeving in de Europese Unie (hierna EU, 2004) aangepast. Sinds de invoering van deze regelgeving dienen overnemende ondernemingen in hun externe verslaggeving meer uitgebreide en uniforme informatie te verschaffen over door hen aangegane fusies en overnames.

In dit onderzoek wordt nagegaan of de door de overnemende ondernemingen gerapporteerde betaalde goodwill informatie voor de bedrijfscombinatie bevat over de waardecreatie van de overname.

De bijbehorende *centrale vraag* in dit onderzoek is:

Kan goodwill onder de nieuwe regels voor externe verslaggeving dienen als een maatstaf voor waardecreatie? Anders geformuleerd: heeft de nieuwe regelgeving de in de jaarverslaggeving vermelde betaalde goodwill (*accounting goodwill*) dichter bij de economische betekenis (*economische goodwill*) gebracht, waarin goodwill wordt beschouwd als de contante waarde van de toekomstige overwinsten?

De centrale vraag is onderverdeeld in *twee onderzoeksvragen*:

- (I) Wat is het effect van de nieuwe regelgeving op het bestanddeel van betaalde goodwill in de totale overnameprijs?
- (II) Geeft goodwill onder de nieuwe regelgeving informatie over de verwachte waardecreatie van de overname?

Aan de tweede onderzoeksvraag is de volgende *deelvraag* toegevoegd:

- (II) a Wat is onder de nieuwe regelgeving het effect van de karakteristieken van de efficiëntie theorie op betaalde goodwill?

Het onderzoek richt zich op fusies en overnames tussen beursgenoteerde ondernemingen in de VS, waarop de verslaggevingregels van de VS (US GAAP) van toepassing zijn. De focus ligt op de Amerikaanse situatie, aangezien de gewijzigde US GAAP eerder zijn ingevoerd in de VS dan de veranderde IFRS in de EU. Hierdoor waren de goodwill data van de VS bij toepassing van de gewijzigde regelgeving eerder beschikbaar.

Goodwill wordt op verschillende manieren gedefinieerd. Een veel voorkomende omschrijving van goodwill is dat het de contante waarde van de toekomstige overwinsten weergeeft, die de overnemende onderneming door de overname verwacht te realiseren. Deze benadering van goodwill wordt wel het economische goodwill begrip genoemd. Daarnaast kan goodwill worden beschouwd vanuit een *accounting* perspectief. Goodwill wordt dan gedefinieerd als het verschil tussen de overnameprijs en de boekwaarde van de over te nemen onderneming.

Deze zogenaamde *accounting* goodwill kan verder worden onderverdeeld in vier componenten: (1) *write-up* goodwill: de opwaardering van de activa van de doelwitonderneming naar hun 'fair value', (2) *going-concern* goodwill: de waarde van de doelwitonderneming als going-concern, ofwel zelfstandige eenheid, (3) *synergy* goodwill: de verwachte waardecreatie van de overname als gevolg van synergy, en (4) *residual* goodwill: de overwaardering of het teveel betaald hebben voor de overname.

De gewijzigde US GAAP (2001) en de nieuwe regelgeving voor de EU [IFRS (2004)] vereisen dat alle nieuwe bedrijfscombinaties op dezelfde manier worden verantwoord, namelijk gebruikmakend van de *purchase method*. De overnemende onderneming moet bovendien informatie verstrekken over de overnamemotieven en moet de overnameprijs verantwoorden over de activa en passiva van de overgenomen onderneming, tegen *fair value*. De betaalde goodwill bestaat dan de overnameprijs van de overgenomen onderneming minus de *fair value* van de netto activa ervan. Als gevolg hiervan valt de *write-up* component van goodwill weg. Verder leidt de aangescherpte regelgeving omtrent de afzonderlijke rapportering van overgenomen identificeerbare immateriële vaste activa (die bovendien wordt toegelicht aan de hand van een aantal voorbeelden) tot een daling van het bedrag aan goodwill. Deze overgenomen immateriële vaste activa worden immers niet langer verantwoord onder goodwill. Daarnaast heeft de regelgeving rondom de *impairment test* tot gevolg dat jaarlijks, en op ieder ander moment waarop daartoe aanleiding is, de boekwaarde van goodwill wordt vergeleken met de *fair value* ervan, waarbij de *fair value* is gebaseerd op de contante waarde van de toekomstige incrementele kasstromen die voortvloeien uit de acquisitie. Goodwill zal worden afgewaardeerd zodra blijkt dat de *fair value* van goodwill lager is dan de boekwaarde ervan. Dit heeft tot gevolg dat als er teveel voor de overname is betaald, of indien achteraf blijkt dat de overnemende onderneming de overwinsten van de overname overschat heeft, het bestanddeel *residual* goodwill wordt afgewaardeerd (een bijzondere waardevermindering).

Concluderend kan worden gesteld dat theoretisch door US GAAP (2001) en IFRS (2004) de door overnemende ondernemingen gerapporteerde betaalde goodwill een kernachtiger begrip is geworden en potentieel informatie bevat over de verwachte waardecreatie van de overname.

Als US GAAP (2001) en IFRS (2004) in de verslaggeving door ondernemingen worden nageleefd, zal meer informatie over de betaalde goodwill

worden gegeven en zal het *accounting* goodwill begrip naar het *economische* goodwill begrip toegroeien.

Door deze veranderingen dient de door de overnemende onderneming in de jaarverslaggeving verantwoorde betaalde goodwill meer nauwkeurige informatie te verschaffen over de extra waarde van de overgenomen onderneming boven de *fair value* van haar netto activa. Onder ideale omstandigheden omvat de voor de overname betaalde goodwill (*accounting* goodwill) uitsluitend een *synergy* goodwill component en een *going-concern* goodwill component.

De regelgevende instanties FASB (US GAAP) en IASB (IFRS) lijken dit voor ogen te hebben gehad toen zij de nieuwe regels formuleerden. Zo definieert IFRS 3 goodwill als de toekomstige economische voordelen die voortvloeien uit activa die niet individueel kunnen worden geïdentificeerd en apart kunnen worden vermeld.

De vraag die zich hier voordoet is of de nieuwe regels het begrip *accounting* goodwill, tot dusver beschouwd als een restbedrag van items die niet als afzonderlijk identificeerbare immateriële of materiële activa kunnen worden aangemerkt, nader tot het begrip *economische* goodwill hebben gebracht.

De nieuwe regelgeving op het terrein van bedrijfscombinaties, immateriële vaste activa en bijzondere waardevermindering en hun verwachte effecten op de externe verslaggeving over de bij een overname betaalde goodwill, leidt tot enkele hypothesen, die betrekking hebben op de *eerste onderzoeksvraag* van dit proefschrift:

- (I) Wat is het effect van de nieuwe regelgeving op het bestanddeel van betaalde goodwill in de totale overnameprijs?

De bijbehorende *hypothesen* luiden als volgt:

- Hypothese 1: Nieuwe regelgeving leidt tot een hoger percentage vermeldingen van de bij overnames betaalde goodwill.
- Hypothese 2: Nieuwe regelgeving resulteert in een kernachtiger goodwill begrip: de voor een overname betaalde goodwill maakt een lager percentage van de overnameprijs uit.
- Hypothese 3: Nieuwe regelgeving leidt tot een hoger percentage vermeldingen van de bij overnames overgenomen immateriële vaste activa.
- Hypothese 4: Afzonderlijke vermelding van overgenomen immateriële vaste activa, zoals vereist door de nieuwe regelgeving, leidt tot een lager bedrag aan betaalde goodwill.

Deze vier hypothesen zijn onderzocht door vergelijking van gerapporteerde betaalde goodwill bij overnames die zijn aangekondigd en gerealiseerd in de periode 1997-2000 (voor invoering van de nieuwe regelgeving) met gerap-

porteerde betaalde goodwill bij overnames die zijn aangekondigd en gerealiseerd in de periode 2002-2005 (na invoering van de nieuwe regelgeving).

Er is onderzocht of de gewijzigde regelgeving effect heeft gehad op de verslaggeving over betaalde goodwill. Hebben de veranderingen in de verslaggeving over fusies en overnames in de VS geleid tot de presentatie van een meer kernachtig goodwill begrip, blijktens een lager percentage dat de betaalde goodwill deel uitmaakt van de overnameprijs?

Allereerst zijn de betaalde relatieve goodwillbedragen in de twee perioden (1997-2000 en 2002-2005) met elkaar vergeleken. De betaalde goodwill wordt daarbij uitgedrukt als percentage van de betaalde overnamesommen. De bedrijfstak waarin de doelwitonderneming actief is kan van invloed zijn op de hoogte van de betaalde goodwill en zo een vertekend beeld geven. Om die reden houdt het onderzoek rekening met het effect van de bedrijfstak van de doelwitonderneming (classificaties naar dienstverlening of technologie) op betaalde goodwill.

Ten tweede is nagegaan of de vermelding van informatie over immateriële vaste activa afzonderlijk van betaalde goodwill (zoals beoogd in de nieuwe regelgeving) leidt tot een relatief lager bedrag aan betaalde goodwill. Hierbij wordt tevens onderzocht of onder de gewijzigde regelgeving relatief vaker melding wordt gemaakt van immateriële vaste activa anders dan betaalde goodwill.

Ten derde is de verslaggeving door de overnemende ondernemingen van de overgenomen immateriële vaste activa in meer detail doorgenomen. De relatieve omvang van de betaalde immateriële vaste activa tussen de twee perioden (1997-2000 en 2002-2005) is vergeleken en de opbouw van de posten is bestudeerd. Ook bij de vergelijking van de relatieve omvang van de betaalde immateriële vaste activa wordt rekening gehouden met het effect van de bedrijfstak van de doelwitonderneming op deze omvang.

Ten vierde is aan de hand van regressies van relatieve goodwillbedragen het gezamenlijke effect van nieuwe regelgeving, de afzonderlijke vermelding van immateriële vaste activa en de bedrijfstak van de doelwitonderneming op goodwill bestudeerd.

Voorafgaand aan het goodwillonderzoek heeft een uitgebreide dataverzameling plaatsgevonden. Data zijn verzameld uit bestaande databases, maar ook handmatig, door zorgvuldige bestudering van de toelichtingen op de jaarrekeningen van de overnemende ondernemingen. Daarnaast zijn *time series* berekeningen uitgevoerd om de voor het onderzoek vereiste data over buitengewone rendementen op aandelen te verkrijgen.

De aanvankelijke steekproef van fusies en overnames is afkomstig van het databestand SDC Platinum. Daaruit zijn fusies en overnames tussen beursgenoteerde ondernemingen in de VS geselecteerd, waarop de verslaggevingregels van de VS (US GAAP) van toepassing zijn en die zijn aangekondigd en gerealiseerd tussen respectievelijk januari 1997 en december 2000 (periode 1997-2000, voordat de gewijzigde regelgeving van kracht werd), en

januari 2002 en december 2005 (periode 2002-2005, na de invoering van de gewijzigde regelgeving). Informatie over betaalde goodwill, overgenomen immateriële vaste activa en overnameprijzen zijn verkregen door nauwkeurige analyse van de toelichtingen op de jaarrekeningen in de jaarverslagen van de overnemende ondernemingen (10-K forms).

Deze jaarverslagen kunnen digitaal worden geraadpleegd in het depot van de SEC, de Amerikaanse toezichthouder op de effectenbeurzen (EDGAR filings and forms). Het uiteindelijke databestand omvatte 488 observaties: 222 in periode 1997-2000 en 266 in periode 2002-2005.

De onderzoeksresultaten tonen aan dat na de invoering van de nieuwe regelgeving een veel hoger percentage van de overnemende ondernemingen melding maakt van gekochte goodwill. Deze conclusie is in lijn met hypothese 1, waarin wordt gesteld dat de nieuwe regelgeving resulteert in meer frequente rapportering van gekochte goodwill. Verder kwam uit het onderzoek naar voren dat in de periode na de invoering van de nieuwe regelgeving het relatieve bedrag van betaalde goodwill lager is dan in de periode ervoor. Zelfs wanneer rekening wordt gehouden met de bedrijfstak van de doelwitondernemingen (classificaties naar dienstverlening of technologie), blijft deze conclusie overeind. Deze uitkomsten ondersteunen hypothese 2, waarin wordt gesteld dat de gewijzigde regelgeving leidt tot een kernachtiger goodwill begrip, tot uitdrukking komend in een lager bestanddeel van de totale overnameprijs.

Een andere onderzoeksuitkomst was dat wanneer ondernemingen in hun verslaggeving afzonderlijk melding maken van immateriële vaste activa anders dan betaalde goodwill, de relatieve omvang van de betaalde goodwill lager is. Deze uitkomst levert bewijs voor hypothese 4, dat verslaggeving over bij overnames overgenomen immateriële vaste activa leidt tot een lager bedrag aan betaalde goodwill.

Het percentage meldingen van overgenomen immateriële vaste activa anders dan goodwill is in periode 1997-2000 lager dan in periode 2002-2005. Deze uitkomst ondersteunt hypothese 3, waarin wordt gesteld dat nieuwe regelgeving leidt tot een hoger percentage vermeldingen door de overnemende ondernemingen van de bij overnames overgenomen immateriële vaste activa. Een opmerkelijk onderzoeksresultaat is dat wanneer er in periode 1997-2000 melding wordt gemaakt van overgenomen immateriële vaste activa, de relatieve omvang ervan hoger uitkomt dan in periode 2002-2005. Sommige van de in periode 1997-2000 als overgenomen immateriële vaste activa opgevoerde posten blijken onder de gewijzigde regelgeving niet toegestaan (*workforce*) of mogen slechts onder strikte voorwaarden worden opgenomen (*In-Process Research and Development*). Deze bevindingen duiden erop dat de gewijzigde regelgeving mogelijk tot meer consistentie in de afzonderlijke vermelding van immateriële vaste activa heeft geleid.

De analyse van het gezamenlijke effect van de periode, de aanwezigheid van immateriële vaste activa en, als controlevariabelen de classificatie van de bedrijfstakken naar dienstverlening en technologie toont aan dat de nieuwe

regelgeving en de afzonderlijke vermelding van overgenomen immateriële vaste activa beide de betaalde goodwill negatief beïnvloeden. Deze uitkomsten zijn in lijn met hypothese 2: door de gewijzigde regelgeving is goodwill een kernachtiger begrip geworden, zoals blijkt uit een lager percentage dat het deel uitmaakt van de overnameprijs. Ook hypothese 4, waarin wordt gesteld dat de afzonderlijke vermelding van overgenomen immateriële vaste activa leidt tot een lager bedrag aan betaalde goodwill wordt door deze analyse ondersteund.

Concluderend kan worden gesteld dat de bovengenoemde resultaten aantonen dat de gewijzigde regelgeving de verslaggeving over goodwill krachtig heeft beïnvloed. Goodwill is een veel kernachtiger begrip geworden.

Deze onderzoeksresultaten kunnen een indicatie zijn dat door de nieuwe regelgeving het accounting goodwill begrip naar het economische goodwill begrip is toegegroeid. Dit vroeg om verder onderzoek van betaalde goodwill in de periode na invoering van de nieuwe regelgeving: kan betaalde goodwill worden gehanteerd als maatstaf voor waardecreatie, naast meer gebruikelijke maatstaven voor waardecreatie zoals buitengewoon rendement op aandelen?

Dit wordt nagegaan in het tweede onderzoek in deze dissertatie. Daarin wordt onderzocht of betaalde goodwill informatie bevat over de verwachte waardecreatie van die fusies en overnames. Daartoe worden hypothesen over waardecreatie van fusies en overnames getest op betaalde goodwill.

Eerst is een literatuurstudie gedaan naar overnametheorieën die een verklaring geven voor de bij overnames betaalde goodwill en is eerder empirisch onderzoek naar deze overnametheorieën bestudeerd. Een eerste voor de hand liggende theorie is de efficiëntie theorie. De efficiëntie theorie luidt dat overnames plaatsvinden om aandeelhouderswaarde te creëren. De nieuw te vormen bedrijfscombinatie zal productiever zijn dan de afzonderlijke ondernemingen bij elkaar opgeteld. Dit komt door synergievoordelen en verbeterde aansturing van de doelwitonderneming. Deze verwachte voordelen worden weergegeven door de voor de overname betaalde goodwill. Overnemende ondernemingen zijn immers bereid te betalen voor de verwachte waardecreatie die hieruit voortvloeit.

Een andere voor dit onderzoek relevante overnametheorie is de empire-building theorie. Daarnaast speelt een aantal andere determinanten een rol bij de verklaring van betaalde goodwill. De empire-building theorie stelt dat overnames worden gepland en uitgevoerd door het management van de overnemende onderneming om zo hun eigen belang in plaats van dat van hun aandeelhouders na te streven. Andere determinanten die de betaalde goodwill kunnen beïnvloeden zijn de onderhandelingsposities van de overnemende onderneming en de doelwitondernemingen en een verkeerde waardering van de overnemende onderneming of van de doelwitonderneming door de aandelenmarkt.

Deze theorieën zijn in diverse onderzoeken getest. Daarin werd meestal gebruik gemaakt van buitengewone rendementen op aandelen als te verkla-

ren variabele. In deze onderzoeken wordt bewijs geleverd voor de efficiëntie theorie, volgens welke overnames waardecreërend zijn. De onderzoeksresultaten ondersteunen echter ook de andere overnametheorieën. Concluderend kan worden gesteld dat naast de efficiëntie theorie ook andere overnametheorieën het buitengewoon rendement op aandelen verklaren.

In het onderzoek naar goodwill als maatstaf van waardecreatie dienen daarom naast de efficiëntie theorie ook de andere overnametheorieën in beschouwing te worden genomen. Het onderzoek naar betaalde goodwill bouwt verder op empirisch onderzoek waarbij de buitengewone rendementen op aandelen van de doelwitondernemingen of de overnamepremies als te verklaren variabelen werden gehanteerd. Daarbij wordt verondersteld dat betaalde goodwill zich overeenkomstig deze te verklaren variabelen ontwikkelt.

Het onderzoek naar betaalde goodwill als maatstaf voor waardecreatie van die overname leidt tot de *tweede onderzoeksvraag*:

(II) Geeft goodwill onder de nieuwe regelgeving informatie over de verwachte waardecreatie van de overname?

Deze tweede onderzoeksvraag wordt geoperationaliseerd in de volgende *deelvraag*:

(II) a Wat is onder de nieuwe regelgeving het effect van de karakteristieken van de efficiëntie theorie op betaalde goodwill?

De bijbehorende *hypothesen* luiden als volgt:

Hypothese 5: Hoe hoger de operationele synergie die uit een overname voortvloeit, des te hoger het bedrag van de betaalde goodwill zal zijn.

Hypothese 6: De door een overname gecreëerde financiële synergie heeft een positief effect op het bedrag van de betaalde goodwill.

Hypothese 7: Als een overname het management van een doelwitonderneming zal verbeteren, wordt een hoger bedrag aan goodwill betaald.

Zoals eerder vermeld, wordt in het onderzoek naar goodwill als maatstaf van waardecreatie ook rekening gehouden met de karakteristieken van andere theorieën die goodwill verklaren.

Karakteristieken van waardecreërende overnames (conform de efficiëntie theorie) en van andere theorieën die goodwill verklaren zijn verkregen uit eerder empirisch onderzoek naar deze theorieën, waarin zij werden getoetst op de buitengewone rendementen van de aandelen van de doelwitondernemingen en op overnamepremies. Zij staan in de onderstaande twee tabellen weergegeven.

Tabel S-1: Goodwill en waardecreatie: karakteristieken van de efficiëntie theorie

Waardecreatie uit	Karakteristieken	Effect op goodwill
Operationele synergieën	Onderlinge gerelateerdheid bedrijfsactiviteiten	Positief
	Relatieve omvang doelwitonderneming ten opzichte van overnemende onderneming	Negatief
Financiële synergieën	Verschil in leverage tussen doelwitonderneming en overnemende onderneming	Positief
Verbeterd management	Tobin's q of marktwaarde-boekwaarde ratio van de overnemende onderneming	Positief
	Tobin's q of marktwaarde-boekwaarde ratio van de doelwitonderneming	Negatief

Tabel S-2: Goodwill en waardecreatie: controle variabelen van andere theorieën

Andere factoren	Karakteristieken	Effect op goodwill
Empire-building	Percentage van de aandelen van de overnemende onderneming in handen van de directie van de onderneming	Negatief
	Percentage van de aandelen van de doelwitonderneming in handen van de directie van de onderneming	Negatief
	Leverage van de overnemende onderneming	Negatief
Bargaining	Betalingswijze: contant (kas)	Positief
	Vorm van de overname: tender offer	Positief
	Aantal bidders	Positief
	Weerstand tegen het bod (vijandig bod)	Positief

Het tweede onderzoek maakt gebruik van dezelfde steekproef van fusies en overnames als het eerste onderzoek in deze dissertatie. Het tweede onderzoek richt zich uitsluitend op de overnames die plaatsvonden in de periode 2002-2005, na invoering van de nieuwe verslaggevingregelgeving. Voor dit verdere onderzoek zijn van deze steekproef van fusies en overnames aanvullende gegevens opgevraagd uit de databestanden Compustat (jaarrekeningcijfers) en CRSP (aandelenkoersen).

Het onderzoek naar betaalde goodwill als maatstaf voor waardecreatie van overnames is uitgevoerd in drie stappen.

Allereerst zijn correlaties uitgevoerd tussen de voor de overnames betaalde goodwill en de buitengewone rendementen op de aandelen van de overnemende onderneming, de doelwitonderneming en de combinatie van beide rondom de overname-aankondiging. Bij de berekening van de buitengewone rendementen is gebruik gemaakt van vijf verschillende tijdsintervallen, variërend van de dag van de overname-aankondiging zelf tot een tijdsinterval van vijf dagen voor tot vijf dagen na de overname-aankondiging.

Vervolgens zijn in bivariate analyses de karakteristieken van waardecreërende overnames alsmede de karakteristieken van de andere overnametheorieën gecorreleerd met de aan goodwill betaalde bedragen. Bovendien zijn voor wat betreft de dummy variabelen afzonderlijke t-tests op goodwill uitgevoerd.

Tenslotte zijn multivariate regressies van betaalde goodwill op deze karakteristieken uitgevoerd. De betaalde goodwill is daarbij de verklarende variabele.

Sommige karakteristieken uit de tabellen konden niet in beschouwing worden genomen in dit onderzoek. Dit kwam doordat het aantal observaties te laag was, of doordat een bepaalde gebeurtenis te weinig voorkwam. De karakteristieken die dit betreft zijn: het percentage van de aandelen van de doelwitonderneming in handen van de directie van de onderneming, het aantal bieders, en of er sprake is van weerstand tegen het bod.

De resultaten van de correlaties tussen de betaalde goodwillbedragen en de buitengewone rendementen op aandelen rondom de overname-aankondiging tonen dat in vier van de vijf tijdsintervallen de correlatie-coëfficiënten van de buitengewone rendementen op aandelen van de doelwitondernemingen en de overnemende ondernemingen op betaalde goodwill significant zijn (p -waarde $< 0,01$). Conform verwachting zijn de correlatie-coëfficiënten van de betaalde goodwill met de buitengewone rendementen op aandelen van de doelwitondernemingen positief. De correlatie-coëfficiënten van de betaalde goodwill met de buitengewone rendementen op aandelen van de overnemende ondernemingen zijn negatief. Hoewel de correlatie-coëfficiënten van de betaalde goodwill met de buitengewone rendementen voor de combinatie van beide slechts in twee van de vijf tijdsintervallen significant zijn, vormt dit negatieve verband een indicatie dat de waardecreatie van beide lager is naarmate de betaalde goodwill hoger is. Dit negatieve verband duidt erop dat ook andere factoren dan uitsluitend waardecreatie goodwill verklaren.

De bivariate analyses van het verband tussen de relatieve omvang van de betaalde goodwill en de karakteristieken van waardecreërende overnames (conform de efficiëntie theorie) tonen een aantal significante uitkomsten die in lijn zijn met de verwachtingen. Zo ondersteunt de gevonden positieve correlatie tussen de betaalde goodwill en het verschil in *leverage* tussen de doelwitonderneming en de overnemende onderneming de veronderstelling dat er een positief verband bestaat tussen door de overname behaalde financiële synergie en betaalde goodwill. Het negatieve verband tussen de relatieve omvang van de doelwitonderneming ten opzichte van de overnemende onderneming en betaalde goodwill is in overeenstemming met de veronderstelling dat het voordeel van operationele synergie hoger is naarmate de doelwitonderneming kleiner is ten opzichte van de overnemende onderneming, omdat er dan meer mogelijkheden voor operationele synergie-effecten zijn. Ook het negatieve verband tussen betaalde goodwill en over-

names met kwalitatief slecht management bij zowel de overnemende onderneming als bij de doelwitonderneming zoals uitgedrukt door Tobin's q stemt overeen met de verwachtingen. Dergelijke overnames verbeteren immers niet de kwaliteit van het management van een doelwitonderneming en er treedt derhalve geen waardecreatie op.

Sommige verbanden tussen waardecreatie en betaalde goodwill zijn anders dan verwacht. Zo is er het negatieve verband tussen betaalde goodwill en overeenkomst in bedrijfstakken van de overnemende ondernemingen en de doelwitondernemingen. Dit verband duidt er mogelijk op dat het verwachte effect van een groter voordeel uit operationele synergie bij overnames binnen dezelfde bedrijfstak minder zwaar weegt dan het effect van *empire-building* gedrag, waarbij het management van de overnemende onderneming bij voorkeur overnames buiten de eigen bedrijfstak doet, om zo diversificatie te bewerkstelligen.

Ook het positieve verband tussen betaalde goodwill en overnames van doelwitondernemingen met kwalitatief goed management door overnemende ondernemingen met kwalitatief slecht management zoals uitgedrukt door Tobin's q is anders dan verwacht. Toch kunnen dergelijke overnames als waardecreërend worden beschouwd, wanneer wordt verondersteld dat de overdracht van managementkwaliteit ook van de doelwitonderneming naar de overnemende onderneming kan plaatsvinden.

De bivariate analyse toont aan dat naast de karakteristieken van waardecreatie ook andere karakteristieken gerelateerd zijn aan de omvang van de betaalde goodwill. Hieronder vallen de leverage ratio van de overnemende onderneming, de betalingswijze voor de overname en de vorm van de overname.

De multivariate regressie-analyses van goodwill als maatstaf voor waardecreatie zijn achtereenvolgens uitgevoerd zonder en met controle-variabelen voor andere overnametheorieën en factoren. Verder zijn de regressies achtereenvolgens uitgevoerd met het aantal observaties dat informatie bevat over de in de regressies meegenomen karakteristieken en met alle observaties, waarbij wordt gecorrigeerd voor ontbrekende variabelen.

De uitkomsten van de regressies zonder controle-variabelen tonen aan dat overeenkomstig de verwachting de aanwezigheid van financiële synergieën, blijkend uit een verschil in *leverage* tussen doelwitonderneming en overnemende onderneming, leidt tot een hoger bedrag aan betaalde goodwill. Deze uitkomsten ondersteunen hypothese 6, waarin wordt gesteld dat de door een overname gecreëerde financiële synergie een positief effect heeft op het bedrag van de bij de overname betaalde goodwill. Deze regressies tonen verder een positief effect aan op betaalde goodwill van overnames van doelwitondernemingen met kwalitatief goed management door overnemende ondernemingen met kwalitatief slecht management zoals uitgedrukt door Tobin's q . Het verwachte positieve effect van een kwaliteitsverbetering van het management van de doelwitonderneming door de overname door kwalitatief hoogwaardig management van de overnemende onderneming,

blijft in dit onderzoek uit. De onderzoeksresultaten ondersteunen niet hypothese 7, waarin wordt gesteld dat bij een overname een hoger bedrag aan goodwill wordt betaald als deze het management van een doelwitonderneming verbetert. Ze sluiten echter niet uit dat er toch kwaliteitsverbetering van het management optreedt door overnames, zij het in een omgekeerde richting: van de doelwitondernemingen naar de overnemende ondernemingen.

Het effect kan echter ook worden verklaard uit de *empire-building* theorie. Het kwalitatief slechte management van de overnemende onderneming kan immers haar eigen belangen nastreven door ondernemingen met een kwalitatief goed management en goede prestaties over te nemen. Men kan bereid zijn hier een hoge prijs voor te betalen.

Ook bij inachtneming van de controle-variabelen blijft het positieve effect van financiële synergie op betaalde goodwill aanwezig. Deze uitkomsten zijn in lijn met hypothese 6.

De regressies van goodwill op alle observaties met correcties voor ontbrekende variabelen en met inachtneming van de controle-variabelen tonen de meest significante uitkomsten. Bij deze regressies is sprake van een positief effect op betaalde goodwill van overnames van doelwitondernemingen met kwalitatief goed management door overnemende ondernemingen met kwalitatief slecht management zoals uitgedrukt door Tobin's *q*. Verder tonen de uitkomsten, anders dan verwacht, een significant negatief effect van gerelateerdheid van de bedrijfsactiviteiten op betaalde goodwill. Waar een positief effect zou hebben geduid op operationele synergieën en hypothese 5 zou hebben ondersteund, kan dit negatieve effect juist duiden op de aanwezigheid van *empire-building* gedrag bij het management van de overnemende onderneming: het management van de overnemende onderneming gaat dan bij voorkeur overnames buiten de eigen bedrijfstak aan, om zo diversificatie te creëren. Een aantal regressies toont verder, in overeenstemming met de verwachtingen, een significant negatief effect van de relatieve omvang van de doelwitonderneming op de betaalde goodwill. Voor een doelwitonderneming zijn immers de mogelijkheden tot operationele synergievoordelen hoger, naarmate deze kleiner is dan de overnemende onderneming. Dit is in overeenstemming met hypothese 5, waarin wordt gesteld dat naarmate de operationele synergie die uit een overname voortvloeit hoger is, het bedrag van de bij de overname betaalde goodwill ook hoger is.

Speciale aandacht verdient het positieve effect van de *leverage* van de overnemende onderneming op de betaalde goodwill. De verwachting was dat een hogere *leverage* door haar disciplinerende werking de beslissingsvrijheid van het management van de overnemende onderneming zou hebben beperkt en dus het risico van te hoge overnameprijzen zou tegengaan, met als gevolg een lager bedrag aan betaalde goodwill. De uitkomsten wijzen erop dat mogelijk een andere verklaring hier overheerst. Volgens deze verklaring beperkt een hogere financiële *leverage* de beslissingsvrijheid van het management van de overnemende onderneming, waardoor dit manage-

ment meer geneigd is tot waardecreërende overnames, blijkend uit hogere bedragen aan betaalde goodwill.

Uit de uitkomsten van dit onderzoek komt naar voren dat financiële synergieën en gedeeltelijk ook operationele synergieën een positief effect hebben op de omvang van de bij overnames betaalde goodwill. Deze resultaten ondersteunen hypothese 5 en hypothese 6. Wanneer wordt verondersteld dat de verbetering van het management ook van de doelwitonderneming naar de overnemende onderneming kan worden overgedragen, toont het onderzoek mogelijk ook een positief effect van verbetering van managementkwaliteit op betaalde goodwill. Ofschoon deze uitkomst hypothese 7 niet ondersteunt, duidt zij wel op een positief effect van een verbetering van het management van de overnemende onderneming door de overname op betaalde goodwill.

Deze uitkomsten houden stand wanneer rekening wordt gehouden met andere verklaringen voor de betaalde goodwill, zoals *empire-building* motieven en onderhandelingsposities van de overnemende onderneming en de doelwitonderneming.

Ter beantwoording van de twee onderzoeksvragen kan op basis van het onderzoek worden geconcludeerd dat door de nieuwe regelgeving de bij overnames betaalde goodwill een kernachtiger begrip is geworden. Verder komt uit het onderzoek naar voren dat de betaalde goodwill elementen van waardecreatie bevat: karakteristieken van waardecreërende overnames hebben een positief effect op betaalde goodwill. Deze conclusie blijft overeind wanneer naast karakteristieken voor waardecreatie karakteristieken van *empire-building* en onderhandelingsposities als controle-variabelen in het onderzoek in beschouwing worden genomen. Verder kan worden geconcludeerd dat ook *empire-building* en onderhandelingsposities van de overnemende onderneming en het doelwit van invloed zijn op de betaalde goodwill.

In antwoord op de centrale vraag, kan worden geconcludeerd dat de gewijzigde regelgeving inderdaad de accounting goodwill nader tot het economische goodwill begrip heeft gebracht. Bij de economische goodwill benadering wordt goodwill beschouwd als de contante waarde van de verwachte overwinsten die voortvloeien uit de acquisitie. De onderzoeksresultaten tonen aan dat onder de gewijzigde regelgeving de voor een overname betaalde goodwill als een maatstaf voor waardecreatie kan dienen, ofschoon ook andere factoren, zoals de onderhandelingspositie van de overnemende onderneming en het doelwit en *empire-building* van het management van de overnemende onderneming het bedrag van betaalde goodwill bepalen.