

De invloed van culturele verschillen tussen bidder en target onderneming op de waardecreatie van de bidder bij aankondiging van grensoverschrijdende fusies en overnames

Jeremy Bruyninckx

R0458133

Masterproef aangeboden tot
het behalen van de graad

MASTER IN DE HANDELSWETENSCHAPPEN

Promotor: Dr. Frederiek Schoubben
Werkleider: Roel Brouwers

Academiejaar 2014-2015



Inhoud

Astract	3
1 Inleiding.....	4
2 Literatuurstudie	6
2.1 <i>Directe buitenlandse investeringen (DBI)</i>	6
2.2 <i>Fusies en overnames (F&O's)</i>	8
2.2.1 <i>Waardecreatie</i>	8
2.2.2 <i>Geen waarde/waardeverlies</i>	10
2.3 <i>Impact van cultuurvariabelen</i>	11
3 Hypothesen.....	13
4 Dataset	15
4.1 <i>Definiëring variabelen</i>	16
4.1.1 <i>Afhankelijke variabele</i>	16
4.1.2 <i>Verklarende variabelen</i>	16
4.1.3 <i>Controlevariabelen</i>	17
4.2 <i>Overzicht dataset</i>	19
5 Methodologie	23
5.1 <i>Event study</i>	23
5.2 <i>Analyse CAR's</i>	24
5.3 <i>Cross-sectionele analyse</i>	26
5.3.1 <i>Univariate analyse</i>	26
5.3.2 <i>Multivariate analyse</i>	27
6 Resultaten	29
6.1 <i>Univariate analyse</i>	29
6.2 <i>Multivariate analyse</i>	33
7 Conclusie	38
8 Bibliografie.....	39
Bijlage 1.....	1

Abstract

Het geringe onderzoek naar de invloed van cultuurverschillen op de waardecreatie bij fusies en overnames (F&O) duidt op de meerwaarde van deze masterproef. Dit onderzoek gaat eerst de impact na van F&O-aankondigingen, tussen 2003-2013, op de waardecreatie van Europese beursgenoteerde ondernemingen die fungeren als bidder. Een event study maakt het mogelijk om deze impact te bepalen door de berekening van cumulative abnormal returns. Vervolgens wordt de invloed van culturele verschillen tussen bidder en target op de waardecreatie onderzocht via een cross-sectionele analyse. De resultaten tonen aan dat F&O-aankondigingen waarde creëren voor de bidder. De impact van cultuur bij fusies en overnames is daarentegen van ondergeschikt belang, het economische aspect primeert.

Dankwoord

Graag dank ik mijn promotor Prof. Dr. Frederiek Schoubben en werkleider Roel Brouwers voor de begeleiding en feedback bij de uitwerking van de masterproef en mijn vrienden en familie voor de steun die ze me hebben gegeven.

1 Inleiding

Fusies en overnames zijn alomtegenwoordig. Vanaf de jaren '90 kenden de directe buitenlandse investeringen, waarvan fusies en overnames de belangrijkste componenten zijn, een aanzienlijke groei. Voor die periode was er amper sprake van internationale transacties. Fusies en overnames zijn nu niet meer weg te denken uit onze samenleving door de potentiële voordelen die kunnen ontstaan zoals het creëren van waarde, de overdracht van kennis en kapitaal, etc. Zowel ondernemingen als de economische markten hebben hier baat bij. Dit onderzoek zal, aan de hand van een steekproef van Europese beursgenoteerde ondernemingen, nagaan wat de impact is van aankondigingen van grensoverschrijdende fusies en overnames (F&O's) en, in het bijzonder, culturele factoren op de waardecreatie van de investerende 'bidder' onderneming. Het is hierbij belangrijk om te weten of er al dan niet waarde wordt gecreëerd bij F&O-aankondiging en of culturele verschillen tussen bidder en target onderneming deze waarde beïnvloedt. De waarde wordt voorgesteld door de cumulative abnormal returns (CAR's).¹ In tegenstelling tot gelijkaardige studies die vaak één enkel land bestuderen, zal dit onderzoek uitgaan van Europese ondernemingen die fusies en overnames aankondigen over heel de wereld. Verschillende bedrijfs- en cultuurspecifieke factoren kunnen vervolgens worden getest voor de mogelijke impact die ze hebben op de CAR's. Zo kunnen betere resultaten bekomen worden die interessant zijn voor ondernemingen die in de toekomst een overname of fusie plannen.

Op basis van de bestaande academische literatuur kan worden afgeleid dat er nog niet voldoende onderzoek is gedaan naar de impact van F&O-aankondigingen op de waardecreatie om een representatief beeld te vormen. Ondanks het feit dat ongeveer een derde van de wereldwijde F&O's ondernemingen betreft uit verschillende landen en deze een grotere impact hebben op de economische groei dan binnenlandse F&O's, bestuderen de meeste studies omtrent dit thema enkel de binnenlandse activiteiten in één bepaald land (Erel et al., 2011). Het merendeel van de literatuur over grensoverschrijdende F&O's focust ook enkel op publieke ondernemingen terwijl voornamelijk private ondernemingen F&O's aankondigen. Bovendien is het noodzakelijk dat in de toekomst meer economieën bestudeerd worden. De markt van de Verenigde Staten van Amerika is de meest populaire binnen de academische literatuur ondanks dat de meeste F&O-activiteit zich hierbuiten afspeelt. In dit onderzoek wordt uitgegaan van aankondigingen van grensoverschrijdende F&O's over heel de wereld door Europese beursgenoteerde ondernemingen. Hierdoor wordt het mogelijk om bedrijfs- en cultuurgerichte variabelen op te nemen in de analyse waardoor een meer volledig antwoord kan gegeven worden op de centrale onderzoeksvraag.

Grensoverschrijdende F&O's hebben een stevige opmars gekend de laatste decennia. Voor 1980 gingen landen ervan uit dat directe buitenlandse investeringen (DBI) meer kwaad dan goed deden voor de lokale economie (Crookell et al., 1973). Maar op het

¹ De abnormale return is het verschil in rendement tussen het werkelijke en verwachte rendement. De cumulative abnormal returns is niets meer dan de som van alle abnormal returns (Investopedia, 2014).

einde van de 20ste eeuw kwam er verandering in de gedachtegang van vele economeën. Voor 1990 vonden er amper buitenlandse investeringen plaats, slechts 200 miljard dollar (Walters, 2011). Even ter vergelijking, in 2007 is het globale cijfer gestegen tot maar liefst 2000 miljard dollar. China stelde zijn grenzen open voor buitenlandse investeringen vanaf begin jaren '90 (Zhou, 2002), met als gevolg dat Amerikaanse marketinggiganten als Amway en Mary Kay hun weg vonden naar deze Aziatische grootmacht. De financiële economische crisis die in 2008 bijna heel de wereld in zijn greep had, veroorzaakte echter een sterke daling op investeringsvlak. Sinds 2013 zijn de DBI, inclusief F&O's, terug aan een stevige opmars bezig maar ze bevinden zich nog steeds 30% onder het niveau van voor de crisis (Avery et al., 2014). Een blijvende groei de volgende jaren is noodzakelijk, aangezien ze een belangrijk speerpunt zijn voor internationale kapitaal- en technologieoverdracht (Neuhaus, 2006). Grensoverschrijdende F&O's zijn gedreven door potentiële voordelen die kunnen ontstaan. Naast het onderzoeken van deze voordelen zal het onderzoek op zoek gaan naar bedrijfs- en cultuurspecifieke factoren die verband houden met de returns. Deze bevindingen zijn interessant voor zowel de onderzoeker als de ondernemingen die in de toekomst plannen om een overname te doen of een fusie aan te gaan.

Een eerste doelstelling bestaat erin om de cumulative abnormal returns te analyseren volgend op de F&O-aankondiging. Via deze analyse worden er significant positieve CAR's gevonden wat resulteert in waardecreatie voor de bidders. De tweede doelstelling betreft de analyse van de invloed die culturele verschillen hebben tussen bidder en target onderneming op de waardecreatie. De resultaten hiervan zijn niet betekenisvol wat duidt op een beperkt belang van cultuur.

In het volgende onderdeel van de masterproef, sectie 2, wordt een kritische analyse van de relevante academische literatuur weergegeven. Een aandachtige bestudering van verschillende academische onderzoeken is hieraan voorafgegaan. Sectie 3 geeft een beschrijving van de hypothesen. De basishypothese zoekt een antwoord op het feit of er al dan niet waarde gecreëerd wordt bij een grensoverschrijdende F&O-aankondiging. De tweede hypothese gaat er vervolgens van uit dat culturele verschillen tussen bidder en target land waardevernietigend zijn. Sectie 4 betreft de dataset die de gegevens bespreekt die doorheen de analyse gebruikt worden om de opgestelde hypothesen te testen en te beantwoorden. Ook wordt er in deze sectie een overzicht gegeven van de steekproefgegevens in de vorm van enkele tabellen. Vervolgens geeft de methodologie in sectie 5 de belangrijkste technieken weer die essentieel zijn om de hypothesen te testen. In dit onderzoek wordt gewerkt met een event study om de CAR's te testen na F&O-aankondiging. De CAR's zullen vervolgens gebruikt worden in een cross-sectionele analyse die de invloed onderzoekt van corruptie, culturele afstand, een gemeenschappelijke taal, religie en rechtssysteem op de waardecreatie. Een analyse van de CAR's wordt weergegeven om een beter inzicht te krijgen in het verloop ervan. Sectie 6 omvat de resultaten van de univariate en multivariate analyse. Sectie 7 bespreekt daarna de conclusie die naast de belangrijkste bevindingen, de beperkingen en suggesties voor toekomstig onderzoek beschrijft. Tenslotte is in sectie 8 de bibliografie opgemaakt waarin het gebruikte bronnenmateriaal wordt weergegeven.

2 Literatuurstudie

In de literatuurstudie wordt een kritische analyse gemaakt van relevante literatuur omtrent fusies, overnames, culturele factoren en meer bepaald de effecten ervan op de waardecreatie voor investerende bidder ondernemingen. De impact op de target wordt niet onderzocht. De DBI worden eerst omschreven. Vervolgens worden de F&O's behandeld, waarbij de reactie op de CAR's bij F&O-aankondiging wordt onderzocht. Het meeste aandacht wordt geschonken aan de invloed van culturele verscheidenheid op de waardecreatie.

2.1 Directe buitenlandse investeringen (DBI)

“Directe buitenlandse investeringen hebben vooral betrekking op het oprichten van filialen in het buitenland en op fusies en overnames (Belga, 2014)”. De financiële crisis deed de economie minder goed functioneren en had dus ook zijn gevolgen voor de DBI. Het niveau in 2013 is nog steeds 30% lager dan voor de crisis. Voor het tweede jaar op rij ontvangen de opkomende markten en ontwikkelingslanden meer dan de helft van de wereldwijde DBI-instroom. Azië kent de laatste jaren een enorme toename aan belangstelling. De Aziatische landen trekken namelijk meer investeringen aan dan de Verenigde Staten en de Europese Unie (Amadeo, 2014). Neuhaus (2006) constateert na analyse dat DBI essentieel zijn voor kapitaal- en technologieoverdracht tussen verschillende landen. De hoop bestaat er in dat de kennis die multinationals bezitten, wordt overgebracht op de binnenlandse ondernemingen in het gastland. Dit komt de productiviteit ten goede waardoor er kan gesproken worden van een win-winsituatie. Buitenlandse concurrentie zal ertoe leiden dat inefficiënte ondernemingen marktaandeel zullen verliezen, wat op lange termijn de totale efficiëntie doet toenemen (Konings, 2001). De meeste overheden, vooral in ontwikkelingslanden en economieën in transitie, maken er dan ook hun prioriteit van om buitenlandse investeerders aan te trekken (Greenaway & Görg, 2004).

Aangezien dit onderzoek in het perspectief staat van de bidder ondernemingen zullen hieromtrent onderzoeken worden aangehaald. McConnell & Muscarella (1985) leveren een eerste baanbrekend onderzoek op in het teken van DBI en komen tot de conclusie dat de aandelenmarkt gemiddeld positief reageert op aankondigingen van stijgende kapitaalsuitgaven, zowel op nationaal als internationaal niveau, en negatief wanneer er onverwachte besparingen in geplande kapitaalsuitgaven worden aangekondigd. Ondernemingen worden beloond wanneer investeringen worden aangegaan op lange termijn. Charoenwong et al. (1997) vinden gelijkaardige bewijzen. Een positieve beïnvloeding van de aandelenkoersen komt tot stand bij ondernemingen met voordelige investeringsopportuniteiten die een stijging in kapitaalsuitgaven aankondigen, terwijl besparingen in kapitaalsuitgaven eerder een negatief impact hebben. Het aankondigen van een stijging in kapitaalsuitgaven kan evenwel een negatieve impact hebben wanneer er geen waardevolle investeringsopportuniteiten aanwezig zijn. Een positieve impact kan in dit geval bekomen worden wanneer er besparingen in kapitaalsuitgaven worden aangekondigd. Besparingen kunnen dus wel degelijk de aandeelhouderswaarde van ondernemingen positief beïnvloeden. Statman en Sepe (1989) tonen aan dat het meedelen van een projectbeëindiging een gunstige marktreactie met zich meebrengt,

terwijl aankondigingen omtrent het sluiten van vestigingen een negatieve reactie veroorzaken (Blackwell et al., 1990; Gombola & Tsetsekos, 1992). De positieve reactie bij besparingen in kapitaalsuitgaven kan worden verklaard door de doelstelling om kosten te drukken.

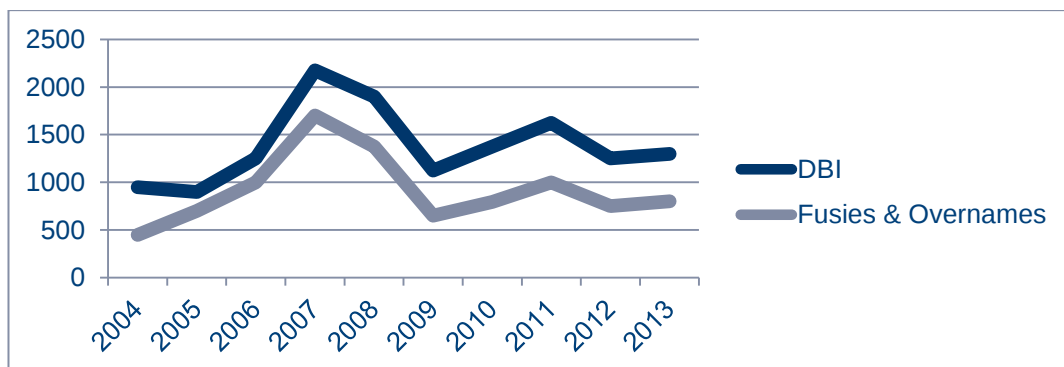
Reeds vele studies hebben de impact onderzocht van bedrijfsspecifieke bekendmakingen zoals o.a. inkomsten (Zarowin, 1989), overnames/fusies (Bradley et al., 1988), structurele kapitaalswijzigingen (Masulis, 1980) en beslissingen inzake bedrijfsverhuizing (Chan et al., 1995), waarbij een verband wordt gevonden met abnormale returns. De impact op de waardecreatie van de bidder bij het aangaan van DBI heeft evenwel nog geen eenduidig antwoord opgeleverd. Woolridge & Snow (1990) en Blose & Shieh (1997) melden een positieve reactie van de markt na de aankondiging van strategische bedrijfsinvesteringen. Denis et al. (2002) komen daarentegen tot de bevinding dat internationale diversificatie de marktwaarde van de bidder doet dalen. Het overgrote deel van de onderzoekers vindt evenwel bewijs over significante positieve effecten.

Om de effecten van DBI-aankondigingen efficiënter te onderzoeken wordt de impact van transactie-, land-, en ondernemingsgerelateerde factoren bestudeerd (Barbopoulos et al., 2013). Asquith et al. (1983) hebben bijvoorbeeld aangetoond dat de aandeelhouderswaarde van de bidders gerelateerd is met de grootte van het eigen vermogen van de target. Het feit dat een target over evenveel eigen vermogen bezit als de bidder zal ertoe leiden dat de bidder grotere abnormale returns ondervindt dan wanneer de target over minder eigen vermogen bezit. Ook de groeiperspectieven en de bedrijfsgrootte zijn belangrijke determinanten voor de aandeelhouderswaarde (Sudarsanam & Mahate, 2003; Moeller et al., 2004). Het type markt waarin wordt geïnvesteerd lijkt dan weer geen invloed te hebben. Ding & Sun (1997) onderzoeken DBI-aankondigingseffecten bij Singaporese ondernemingen. Men zou ervan uit kunnen gaan dat Singaporese ondernemingen meer baat hebben bij investeringen in ontwikkelingslanden aangezien ze niet de kennis en technologie hebben om te concurreren met Westerse ondernemingen, maar hier wordt statistisch geen bewijs over gevonden. Barbopoulos et al. (2013) onderzoeken of het politieke risico, mate van corruptie, culturele afstand en het type activa waarin geïnvesteerd wordt, relevant zijn om de marktreactie na DBI-aankondigingen van ondernemingen uit het Verenigd Koninkrijk te kunnen verklaren in opkomende markten zoals Afrika, Azië, Oost-Europa, Latijns Amerika en het Midden Oosten. De resultaten zijn verrassend en liggen niet echt in lijn met de verwachtingen. Er zijn met name hogere abnormale returns geassocieerd met investeringen in opkomende markten die gekenmerkt zijn met een hoger politiek risico en corruptierating. De grootste returns kunnen behaald worden wanneer bij de investering gebruikt wordt gemaakt van een 'resource-seeking' strategie. De investerende ondernemingen zullen waardevolle middelen kunnen verkrijgen tegen een gunstigere prijs in opkomende landen die minder regels en standaarden hebben inzake corruptie. Op korte termijn wordt deze actie positief aanschouwd door de markt. Ook het type activa heeft wel degelijk een positieve impact op de aandeelhouderswaarde. Investeringen in materiële vaste activa leiden tot significant hogere abnormale returns dan investeringen in immateriële vaste activa. Een interactie tussen zowel de mate van corruptie in een opkomende markt als de investering in materiële vaste activa leidt tot de hoogste abnormale returns. Bewijs omtrent de culturele verschillen tussen bidder markt en target markt dat verband houdt met de marktreactie is er niet. Desondanks wordt een positieve relatie met de marktreactie waargenomen wanneer het gastland een voormalige kolonie was van het Verenigd Koninkrijk.

2.2 Fusies en overnames (F&O's)

Internationale fusies en overnames zijn de twee belangrijkste investeringsprocessen, die deel uitmaken van het totale aantal directe buitenlandse investeringen. Zowel F&O's als DBI zijn gemotiveerd door dezelfde potentiële voordelen die kunnen plaatsvinden. De beschikbaarheid van nieuwe markten, unieke middelen en opportuniteiten om efficiënter te produceren zijn enkele voorbeelden hiervan (Cooke, 1988). Het onderzoek concentreert zich enkel op F&O's omwille van de beschikbaarheid en kwaliteit van de data. DBI bevat namelijk componenten die niet relevant zijn voor onderzoek zoals 'intercompany-leningen' en ingehouden winsten (Erel et al., 2011).

Figuur 1: Globale DBI-uitstromen en internationale F&O-investeringen



Bron: gebaseerd op OESO database voor internationale investeringsstatistieken en database F&O-analyses

Figuur 1 toont het verloop van F&O's enerzijds en de totale DBI anderzijds. Voor de economische financiële crisis uitbrak, bedroeg de waarde van de internationale F&O's nog 80% van de globale DBI (OESO, 2014). Sinds de crisis is dit nog maar slechts 60% maar de belangrijkheid van beide componenten blijft uiteraard ongerept binnen de DBI. Geografie is een belangrijke factor die het F&O-volume beïnvloedt. Hoe kleiner de afstand en hoe meer handel er wordt gedreven tussen twee landen, hoe meer F&O-activiteit er plaatsvindt (Erel et al., 2011). De culturele achtergrond speelt hier ook een rol net als het belastingpercentage. Verwervende ondernemingen zijn afkomstig van landen die aan een hoger belastingpercentage worden onderworpen dan het target land waarin ze investeren.

2.2.1 Waardecreatie

Grensoverschrijdende F&O's vinden om dezelfde reden plaats als binnenlandse F&O's, namelijk het genereren van een stijging in waarde (Erel et al., 2011). Ahern et al. (2012) tonen aan dat internationale F&O's hogere returns met zich meebrengen dan binnenlandse F&O's (3,64% tegenover 2,52%). Internationalisatie kan leiden tot zowel een reductie of stimulus van de waardegeneratie, aangezien culturele en geografische verschillen tussen landen voor een stijging van de kosten kunnen zorgen.

Om tot betere en specifiekere conclusies te komen, zijn verschillende ondernemings- en landspecifieke variabelen onderzocht die mogelijk de abnormale returns voor bidders bij F&O's kunnen verklaren. Overheidsgerelateerde verschillen tussen bidder en target land kunnen motiverend werken als de overgenomen of gefuseerde vennootschap een betere bescherming geniet als gevolg van een grotere aandacht voor overheidsstandaarden.

Ook wisselkoersverschillen tussen landen kunnen aanleiding geven tot investeren als de koers van de munt in het bidder land relatief sterker staat dan die in het target land aangezien in dat geval de hoger gewaardeerde bidder een relatief goedkope target kan overnemen. Landen waarbij de munt in waarde is gestegen, zullen eerder meer bidder ondernemingen hebben terwijl landen waarbij de munt in waarde is gezakt eerder veel target ondernemingen bezitten (Erel et al., 2011). Barney (1988) argumenteert dat positieve abnormale returns voor overnemende ondernemingen worden verkregen als markten imperfect competitief zijn, namelijk wanneer een target onderneming meer waard is voor één bepaalde bidder dan voor elke andere. Een andere belangrijke factor is de mate van verwantschap tussen bidder en target onderneming. Verwantschap wordt namelijk geassocieerd met synergieën of samenwerkingsvoordelen (Porter, 1987; Shelton, 1988; Montgomery & Singh, 1987; Salter & Weinhold 1978). Een internationale fusie of overname, waarbij bidder en target in dezelfde sector actief zijn, kan waarde creëren voor de bidder onderneming en synergieën opleveren aangezien het toelaat om de vaste kosten van onderzoek en ontwikkeling te spreiden over meerdere nationale markten (Harris & Ravenscraft, 1991). Dit voordeel is niet te bekomen bij fusies of overnames waarbij bidder en target onderneming niet verwant zijn. Doukas & Travlos (1988) vinden bewijs dat aandeelhouders van Amerikaanse bidders gemiddeld geen abnormale returns verkrijgen bij F&O-aankondiging. Enkel wanneer de expansie plaatsvindt in minder ontwikkelde economieën, of nieuwe sectoren en geografische markten aangaat, worden positieve abnormale returns opgemerkt. Het doel dat aandeelhouders van multinationals voor ogen hebben inzake waardemaximalisatie wordt makkelijker bevredigd wanneer de onderneming uitbreidt naar nieuwe economische markten die qua sector minder gerelateerd en minder ontwikkeld zijn dan de economie van de Verenigde Staten. Er is eveneens een positief verband gevonden tussen abnormale returns en het feit dat overnemers eigen middelen overhevelen naar het target land (Capron & Pistre, 2002). Het is waarschijnlijk dat de overnemende onderneming over unieke middelen beschikt die behoeven voor het gevaar van potentiële concurrenten op de target markt. Een heel erg interessante ontdekking tenslotte heeft betrekking op de betalingsmethode die gehanteerd wordt bij overnames. Cebenoyan et al. (1992) vinden een positief verband tussen abnormale rendementen en een betaling in cash, terwijl een negatief verband wordt gevonden bij betaling in aandelen. Een aanbod in cash is, in tegenstelling tot een aanbod in aandelen, vaak geassocieerd met een toename van de financiële leverage of hefboomwerking. Betaling in aandelen is vaak een indicatie voor overwaardering wat een negatief effect heeft op het moment van aankondiging. Enkele voorbeelden uit de praktijk hebben reeds aangetoond dat abnormale rendementen het gevolg kunnen zijn van F&O's, namelijk de fusie tussen Vodafone en Mannesmann en de overname van de witgoeddivisie van General Electric door Electrolux (Capron & Pistre, 2002). De grootte van de bedragen die gemoeid waren met de overnames speelden een grote rol in de grootte van de waardecreatie. Bij de fusie tussen Vodafone en Mannesmann, waarbij Vodafone 49,5% van de aandelen van Mannesmann verwierf, was een bedrag gemoeid van 180,95 miljard dollar. Het was in 2000 de grootste deal ooit (Naik & Raghavan, 2000; Meers & Verbraeken, 2000). Ook voor Electrolux, die voorheen al meerdere overnames had gedaan, was het de grootste deal ooit met 3,3 miljard dollar (Belga, 2014).

2.2.2 Geen waarde/waardeverlies

Daarentegen hebben verschillende onderzoeken aangetoond dat F&O's niet altijd een zegen zijn voor de aandeelhouders van bidder ondernemingen. De resultaten omtrent F&O's zijn niet eenduidig. Er worden zowel significant positieve, negatieve als helemaal geen effecten gevonden. Douglas & Travlos (1988) vinden geen voordelen voor Amerikaanse ondernemingen inzake internationale overnames. De analyse van Langetieg (1978) resulteert in insignificante abnormale rendementen na aankondiging van fusies. Ook de rol van verwantschap tussen bidder en target in het bijdragen tot waardecreatie voor de bidder blijkt niet altijd positief te zijn. Lubatkin (1987) en Seth (1990) vinden geen verband tussen verwantschap en waardecreatie. Significant negatieve abnormale rendementen en dus waardeverlies worden verklaard door het feit dat bidders teveel betalen, als gevolg van overwaardering, voor de overname van de target. Bleeke & Ernst (1991) komen tot de conclusie dat grensoverschrijdende F&O's een succesgraad hebben van minder dan 50%. Een focus op bestaande markten kent meer succes dan F&O's waarbij bidder en target niet verbonden zijn. Enkele overnames in het verleden tonen grote verliezen aan voor de aandeelhouders van verwervende ondernemingen die overnames aankondigen. De overname van Compaq door Hewlett-Packard was bijvoorbeeld geen zegen voor de beurskoers van Hewlett-Packard, aangezien beide ondernemingen voorheen met serieuze verliezen te maken hadden op de beurs en de overname gepaard ging met het schrappen van 14.500 banen (Belga, 2001). Net als Hewlett-Packard kende ook Viacom negatieve abnormale rendementen bij de fusie met Paramount Communications in de jaren '90, aangezien het bedrag dat betaald werd te hoog werd geschat met betrekking tot de waarde van Paramount (Ligtenberg, 1994).

Tabel 1 geeft een samenvattende weergave van de gemiddelde CAR's voor bidder en target ondernemingen in de VS en Europa.

Tabel 1: F&O waarde-effecten

	Acquirer CAR[-1,+1]	Target CAR [-1,+1]	Combined CAR [-1,+1]
VS 1973-1998 ca. 3.600 deals	-0,7%	16%	1,8%
Europe 1997-2006 ca. 200 deals	0,2%	7,6%	1,1%

Bron: gebaseerd op de onderzoeken van Andrade et al. (2001) en Craninckx & Huygebaert (2011)

Uit de tabel kan geconcludeerd worden dat F&O's gemiddeld gezien insignificante CAR's voortbrengen. Target ondernemingen hebben duidelijk wel baat bij F&O's met een gemiddelde CAR van 16% voor de VS en 7,6% voor Europa. Deze resultaten bevestigen de 'hubris' hypothese die Roll (1986) ter sprake brengt en voorspelt dat bidders onopzettelijk targets overwaarden en vervolgens teveel gaan betalen. De aandeelhouders ontvangen namelijk gemiddelde returns van 30% bij binnenlandse overnames, en een percentage van gemiddeld iets onder de 30% wanneer ondernemingen worden overgenomen door buitenlandse investeerders (Brickley et al., 1988; Harris & Ravencraft, 1991).

In eerste instantie lijkt het dat bij DBI makkelijker significant positieve effecten van variabelen waarneembaar zijn dan bij F&O's. Er wordt verondersteld dat de abnormale

rendementen bij F&O's onder druk komen te staan door de concurrentie tussen bidder ondernemingen over dezelfde target ondernemingen.

2.3 Impact van cultuurvariabelen

Dit onderzoek gaat zich voornamelijk concentreren op de invloed van factoren van culturele aard. *“Cultuur kan gezien worden als het collectief programmeren van onze geest dat leden van de ene groep onderscheidt van mensen van de andere”* (Hofstede, 1980). Culturele verschillen tussen landen beïnvloeden DBI (Guiso et al., 2009), beleggingen in aandelen (Hwang, 2011) en investeringen in durfkapitaal (Bottazzi et al., 2010). Eerder onderzoek over de rol van cultuur in F&O's wijst op de bemoeilijking die culturele verschillen kunnen creëren om voordelen inzake integratie te bekomen (Stahl & Voigt, 2007). Daartegenover staan empirische bewijzen die aantonen dat culturele verschillen tussen gefuseerde ondernemingen instaan voor waardecreatie en het verwerven van kennis. Er is reeds bewezen dat F&O's gemiddeld gezien insignificante abnormale rendementen veroorzaken. Culturele kwesties worden vaak naar voor geschoven als de verklaring voor deze resultaten (Chakrabarti et al., 2009). Cultuur speelt met name een cruciale rol om het lange-termijnsucces van een F&O-akkoord vast te stellen. De afgelopen twee decennia zijn enkele cultuurgerelateerde variabelen bestudeerd om F&O-effecten te verklaren zoals culturele afstand (Morosini et al., 1998), culturele overeenstemming (Cartwright & Cooper, 1992; Weber et al., 1996), overeenstemming in managementstijlen (Datta, 1991) en acculturatie² (Larsson & Lubatkin, 2001). De belangrijkste assumptie die naar voor komt bij de verschillende onderzoeken is de overtuiging dat culturele verscheidenheid een bron is voor F&O-risico en een potentiële hindernis om integratievoordelen te bekomen. Deze assumptie komt overeen met de hypothese ‘culturele afstand’ van Hofstede (1980) die zegt dat moeilijkheden, kosten en risico's geassocieerd zijn met een groeiende culturele verscheidenheid tussen twee individuen, groepen of organisaties. Moeilijkheden bij het afsluiten van een fusie- of overnamedeal kunnen direct gerelateerd worden met verschillen in organisatieculturen tussen bidder en target onderneming (Bowditch et al. 1985; Chatterjee et al. 1992; Datta 1991; Sales & Mirvis 1984). De kosten van de deal zullen stijgen en de waardecreatie van de bidder wordt negatief beïnvloed (Cartwright & Cooper, 1992).

Datta (1991) en Datta et al. (1991) vinden een negatief verband tussen verschillen in managementstijlen en de prestatie na de fusie- of overnamedeal. Berger et al. (2001) toont de belemmeringen aan van geografische afstand, verschillende talen en culturen en tegengestelde regelgevingen bij de totstandkoming van grensoverschrijdende F&O's. Het delen van een gemeenschappelijke taal doet de meldingskosten dalen van twee bedrijfsculturen die een fusie- of overnamedeal sluiten (Buch & DeLong, 2003). Informatie moet namelijk gecommuniceerd kunnen worden in slechts één taal, het moet een maatstaf zijn voor gemeenschappelijke culturele relaties. Wanneer werknemers niet dezelfde culturele waarden delen, komen moeilijkheden opzetten zoals misverstanden, wantrouwen of niet-overeenkomende doelstellingen (Ahern et al., 2012). Deze

² Acculturatie kan omschreven worden als het aanpassen naar de normen, waarden, gedrag, gewoonten en taal van een andere cultuur (McCallister, 2014)

beperkingen hebben tot gevolg dat de coördinatie na fusie heel wat moeizamer verloopt. Een gevoel van ongemak en vijandigheid bij werknemers in de periode na de fusie of overname is heel normaal (Bowditch et al., 1985). Sommige onderzoeken beweren zelfs dat culturele verscheidenheid resulteert in onoverkomelijke ruzies (Lewis et al., 1985 en Jemison & Sitkin, 1986). Culturele verschillen kunnen leiden tot het betalen van een te groot bedrag voor de target wat de waarde van het aandeel natuurlijk niet ten goede komt (Datta & Puia, 1995). Daar staat tegenover dat een grotere culturele afstand tussen bidder en target land de waarschijnlijkheid van een succesvolle fusie of overname kan doen toenemen. Dit is het geval als culturele diversiteit innovatie vergemakkelijkt en leidt tot nieuwe technieken (Page, 2007). Werknemers met verschillende culturele waarden stellen in dat geval alternatieven voor, bij een bepaalde situatie op het werk, die kunnen leiden tot een grotere efficiëntie. Nieuwe rijkere kennis wordt waargenomen die het leren en innovatieproces ten goede komt (Barkema & Vermeulen, 1998, 2001). Chakrabarti et al. (2009) vinden op korte en lange termijn tegengestelde resultaten. Een significant positief verband wordt gevonden tussen culturele verscheidenheid en de aandelenprestaties van de bidder op lange termijn. Synergie die prestatiebevorderend werkt, ontstaat namelijk door een grotere diversiteit aan organisatorische sterktes. Rond het tijdstip van aankondiging wordt echter een negatief verband gevonden. Voordelen van culturele verscheidenheid kunnen enkel worden gerealiseerd als de verscheidenheid niet zo groot is dat ze de succesvolle overdracht van vaardigheden en middelen verhinderen (Björkman et al., 2007). Tenslotte is er ook nog de mogelijkheid waarbij culturele verscheidenheid geen impact heeft. De marktwerking, contracten, etc. overstijgen in dit geval de mogelijke cultuurbarrières (Ahern et al., 2012). Stahl & Voigt (2007) zijn van mening dat culturele verscheidenheid meer gerelateerd is met socioculturele integratie dan met het creëren van waarde voor de aandeelhouders.

Bovenstaande bevindingen spreken elkaar tegen en zijn deels het resultaat van het feit dat 'appelen met peren' worden vergeleken bij het maken van conclusies (Stahl & Voigt, 2007). Vaak wordt er geen onderscheid gemaakt tussen nationale en organisatorische culturen en worden verschillende soorten prestatiemaatstaven gehanteerd tussen bidder en target ondernemingen. Culturele verscheidenheid op bijvoorbeeld nationaal vlak creëert grotere barrières voor succesvolle integratie dan op organisatorisch vlak (Barsoux & Schneider, 2003). Verschillen in cultuur leiden onvoorwaardelijk tot uitdagingen tijdens de periode na fusie of overname, maar hogere synergieën en organisatorische sterktes kunnen bekomen worden wanneer getolereerd wordt dat de target onderneming zijn eigen cultuur en organisatorische routine behoudt (Chakrabarti et al., 2009; Chatterjee et al., 1992).

3 Hypothesen

De literatuurstudie heeft inzicht gegeven in het thema rond de centrale onderzoeksvraag. Resultaten van diverse onderzoeken geven nog geen eenduidig antwoord. De grootste reden hiervoor is het feit dat er simpelweg nog niet voldoende onderzoek gedaan is aangaande dit thema. Dit onderzoek is één van de weinige die verschillende landen in acht neemt als bidder (Europese beursgenoteerde ondernemingen) en alle wereldwijde landen als target. Het is belangrijk dat er onderscheid gemaakt wordt tussen F&O's enerzijds en de totale DBI anderzijds. Aankondigingen van DBI blijken vaker waarde te creëren terwijl F&O-aankondigingen eerder geen significante returns veroorzaken en dus geen waarde met zich meebrengen. Er moet natuurlijk wel rekening mee gehouden worden aangezien de investeringen die te pas komen bij F&O's meer dan de helft bedragen van de totale DBI. Dodd & Ruback (1977), Hoffmeister (1978), Kolodny et al. (1996) en Frank et al. (1991) vinden reeds in de vorige eeuw bewijs omtrent de positieve effecten van F&O's. Maar in diezelfde periode werd geacht dat een verwante relatie tussen bidder en target ondernemingen noodzakelijk is voor positieve waardecreatie (Porter, 1987; Shelton, 1988; Montgomery & Singh, 1987; Salter & Weinhold 1978). Enkele bekende voorbeelden uit de praktijk bewijzen de positieve effecten die een F&O-aankondiging kan teweegbrengen. Vodafone ervoer in 2000 positieve abnormale returns bij de overname van Mannesheim. Het was in die tijd de grootste overname ooit met een bedrag van 198,9 miljard dollar (De Standaard, 2000). Electrolux kende dezelfde gevolgen in 2014 met de overname van General Electric. Voor Electrolux was het de grootste overname in de geschiedenis van het bedrijf (Belga, 2014). Jarrell & Poulsen (1989), Loderer & Martin (1990), Franks & Harris (1989) en Douglas & Travlos (1988) vinden daarentegen geen abnormale returns. De overname van Compaq door Hewlett-Packard was geen zegen voor de beurskoers van Hewlett-Packard, aangezien beide ondernemingen voorheen met serieuze verliezen te maken hadden op de beurs en de overname gepaard ging met het schrappen van 14.500 banen (Belga, 2001). Een recente studie van Francis et al. (2008) toont aan dat aankondigingen van F&O's door Amerikaanse ondernemingen in opkomende economieën gunstige effecten veroorzaken voor de bidder onderneming. Het feit dat er onderzoek gedaan wordt naar de effecten van ondernemingen in verschillende economieën vergroot de hoop dat F&O-aankondigingen een positieve waardecreatie kunnen bezorgen voor de bidder. Eerdere onderzoeken hebben zich vaak enkel geconcentreerd op de effecten van ondernemingen in één bepaald land in één of enkele regio's. De resultaten die hieruit vloeien zijn minder representatief dan het onderzoek van Francis et al. (2008). We zijn er van overtuigd dat F&O's de waardecreatie van bidders positief kan beïnvloeden. Bij het opstellen van de eerste hypothese focussen we ons echter op de resultaten van onder andere Andrade et al. (2001) en Craninckx & Huygebaert (2011) die aantonen dat zowel Amerikaanse als Europese bidder ondernemingen gemiddeld gezien insignificante CAR's verkrijgen bij F&O-aankondigingen. De eerste hypothese wordt dan ook als volgt geformuleerd:

Hypothese 1: Aankondigingen van grensoverschrijdende fusies en overnames creëren geen waarde voor de bidder onderneming.

Binnen deze studie wordt er specifieke aandacht gegeven aan culturele factoren en meer bepaald de culturele verschillen tussen bidder en target land. Vijf culturele factoren worden onderzocht om robuustheid in te bouwen. Het gaat over de mate van corruptie, de culturele afstand van Hofstede die de culturele verscheidenheid tussen twee landen aangeeft, taal, religie en rechtssysteem. Meer uitleg hierover bij de definiëring van de variabelen.

De mate van corruptie in een land is, tot op heden, een vrij onbekende factor om de abnormale returns bij bidders die een fusie of overname aangaan, te verklaren. Er wordt verwacht dat corruptie F&O's tegenwerkt. Er is nog niet veel onderzoek gedaan naar de mogelijke verbanden tussen F&O's, de mate van corruptie en de waardecreatie voor de bidder. De relatie tussen corruptie en de hoogte van de DBI is wel al onderzocht. De resultaten hiervan geven significante bewijzen maar over de richting is er evenwel nog geen duidelijkheid. Wei (2000) toont aan dat corruptie in het gastland negatief gerelateerd is met de DBI-stromen. De verklaringen hiervoor zijn de stijgende kosten, het feit dat corruptie zorgt voor een onwetmatige taks en een hinderpaal is om te investeren in desbetreffende landen. Bovenstaande verklaringen zijn realistisch en logisch te interpreteren. Recentere onderzoeken geven echter argumenten aan dat corruptie een positieve impact kan hebben op de hoogte van de DBI (Cuervo-Cazura, 2006). Egger & Winner (2005) vinden significant bewijs dat er een positieve relatie bestaat tussen corruptie en de hoogte van de DBI. Corruptie zou in dit geval dus een stimulerende factor zijn voor investeringen door de gunstige prijzen die kunnen worden afgedwongen voor middelen in landen met een beperktheid aan regels en standaarden. De effecten van corruptie kunnen dus erg complex zijn. Meer onderzoek is nodig, waardoor er wordt vanuit gegaan dat een hoge mate van corruptie niet bevorderlijk is voor investeringen, en meer bepaald het aangaan van fusies of overnames.

Op basis van literatuur van onder andere Hofstede (1980), Chakrabarti et al. (2009) en Morosini et al. (1998) weten we dat de culturele verscheidenheid tussen bidder en target een impact heeft op de abnormale rendementen bij F&O-aankondiging. Moeilijkheden, kosten en risico's zijn namelijk geassocieerd met verschillen in cultuur wat als gevolg heeft dat de waardecreatie negatief wordt beïnvloed (Lewis et al. 1985; Chatterjee et al. 1992; Datta 1991; Sales & Mirvis 1984; Cartwright & Cooper, 1992). Enkele recentere onderzoeken tonen evenwel ook positieve effecten aan bij culturele verscheidenheid doordat nieuwe rijkere kennis ontstaat die leidt tot samenwerkingsvoordelen (Page, 2007; Barkema & Vermeulen, 1998, 2001; Chakrabarti et al., 2009). Gemiddeld gezien is dit eerder niet het geval. De culturele verscheidenheid mag niet te groot worden aangezien zo de overdracht van vaardigheden en middelen wordt verstoord. Er moet kunnen getolereerd worden dat de eigen culturen behouden blijven (Björkman et al., 2007; Chakrabarti et al., 2009; Chatterjee et al., 1992).

Culturele verscheidenheid is één ding, de aanwezigheid van een gemeenschappelijk taal tussen twee ondernemingen die een fusie- of overnamedeal sluiten is iets anders. Het verschil in nationale cultuur en ondernemingscultuur tussen België en Spanje is bijvoorbeeld niet zo groot als die tussen België en China. Onderzoek naar de effecten van een gemeenschappelijke taal is in tegenstelling tot die naar culturele verscheidenheid vrij beperkt. De logische uitleg hiervoor is dat de afwezigheid van een gemeenschappelijke taal een meer voorspelbaar karakter heeft, namelijk een negatieve invloed op de productiviteit en efficiëntie binnen de onderneming. Buch & DeLong (2003) stellen vast dat het delen van een gemeenschappelijke taal de kosten doet dalen.

Net als een gemeenschappelijke taal heeft ook het delen van dezelfde religieuze stroming tussen bidder en target onderneming een significant positief effect op de abnormale returns (Ahern et al. 2012). Onderzoek naar de effecten van een gemeenschappelijk rechtssysteem (legal) is beperkt. Bris & Cabolis (2002) hebben onderzoek gedaan naar de juridische origine bij grensoverschrijdende F&O's. De grootste waarde wordt gecreëerd bij F&O's tussen een bidder met Engelse juridische origine en een target met Scandinavische juridische origine (Everett, 2007). Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo (2011) vinden dat een betere juridische omgeving bij de bidder in vergelijking met de target significant hogere waarde creëert voor de bidder onderneming. De resultaten hiervan zijn weinig relevant voor onderzoek naar de impact van een gemeenschappelijk rechtssysteem tussen bidder en target. De reeds bewezen positieve effecten van een gemeenschappelijke taal en religie op de abnormal returns geven echter vertrouwen dat een gedeeld rechtssysteem dezelfde impact heeft. Bijgevolg is de tweede hypothese als volgt:

Hypothese 2: Culturele verschillen tussen bidder en target land zijn waardevernietigend.

4 Dataset

Dit onderzoek gaat de effecten na van F&O-aankondigingen op de koers van de bidder onderneming door gebruik te maken van een steekproef van 605 Europese ondernemingen die voor de overname minder dan 50% van de aandelen in bezit hadden van de target onderneming en na de overname 100%. Een bijkomstige voorwaarde is dat de overname afgerond dient te zijn. Daarnaast worden alle grensoverschrijdende fusies in acht genomen. De periode waarmee rekening wordt gehouden binnen het onderzoek is die tussen 2003 en 2013. De steekproef heeft enkel betrekking op beursgenoteerde ondernemingen die op een Europese beurs zijn genoteerd, aangezien enkel zij officiële aandelenkoersen hebben die nodig zijn om de CAR's te berekenen. Zo is het mogelijk om de abnormale rendementen van de bidders te berekenen. Het is heel belangrijk dat de aankondigingsdatum aanwezig is. Overnames waarbij de datum ontbreekt, worden verwijderd uit de steekproef. Ondernemingen waarvan geen of onvoldoende data beschikbaar is, worden uit het onderzoek geweerd.

Er wordt binnen dit onderzoek gebruik gemaakt van marktgegevens. Zephyr is de eerste databank die geraadpleegd wordt om F&O-gegevens te verkrijgen. Deze databank is in het bezit van wereldwijde financiële informatie omtrent F&O's. Via Zephyr worden de transactiegegevens en informatie over bidders en targets opgevraagd. De koersgegevens van de Europese beursgenoteerde ondernemingen zijn beschikbaar in de databank 'Datastream' die wereldwijde financiële en economische data bevat. De gegevens worden bekomen door de ISIN-codes van de bidder ondernemingen in te lezen in Datastream. Via WRDS worden de gegevens van de target geraadpleegd. De BVD-codes (Bureau Van Dijk) afkomstig uit Zephyr worden ingelezen in WRDS om deze data te raadplegen.

4.1 Definiëring variabelen

Er zijn drie soorten variabelen die in het onderzoek worden opgenomen zodat de opgestelde hypothesen getest kunnen worden, namelijk de afhankelijke variabele, de verklarende variabelen en de controlevariabelen. Om een gepast beeld te vormen van de variabelen worden ze in dit onderdeel gedefinieerd.

4.1.1 Afhankelijke variabele

De afhankelijke variabele is die variabele die we proberen te verklaren in het onderzoek. We hebben het hier over de cumulatieve abnormale rendementen (CAR's) veroorzaakt door de aankondiging van F&O's.

4.1.1.1 CAR's

De CAR's van de bidder onderneming gaan we proberen te verklaren aan de hand van de verklarende variabelen die worden opgenomen in het onderzoek. De aandeelhouders rekenen op positieve CAR's wat zou betekenen dat F&O-aankondigingen een positieve impact hebben op de waardecreatie.

4.1.2 Verklarende variabelen

De verklarende variabelen worden in het onderzoek opgenomen bij de hypothesen als verklarende factor voor de afhankelijke variabele. Ze worden gebruikt om de hypothesen te testen. De variabelen 'Graad van corruptie', 'Culturele afstand', 'Taal' 'Religie' en 'Legal' zijn aangeduid om de rol van verklarende factor op zich te nemen.

4.1.2.1 Graad van corruptie

Een hoge graad van corruptie wordt verondersteld het aantal directe buitenlandse investeringen tegen te gaan (Barbopoulos et al., 2013). Economieën die hieronder lijden worden dan ook niet bepaald als gunstig aanzien. We bekijken echter de relatieve verschillen in corruptie tussen bidder en target land. Een lage corruptiegraad in het bidder land en een hoge corruptiegraad in het target land leiden volgens Wei (2000) tot bijkomende kosten. Er wordt verwacht dat het verschil in corruptieniveau tussen bidder en target negatief is geassocieerd met de marktreactie. De data wordt gehaald uit de 'Corruption Perception Index' die de 'Transparency International Organisation' ter beschikking stelt.

4.1.2.2 Culturele afstand

Er wordt vanuit gegaan dat culturele afstand de waardecreatie negatief zal beïnvloeden. De maatstaf die wordt gebruikt om de verschillen per land te verkrijgen is het cultuurmodel van Geert Hofstede (2010). De verschillen tussen landen worden berekend aan de hand van een formule waarbij numerieke waarden volgens zes cultuurdimensies worden onderscheiden: Power Distance Index, Individualism vs Collectivism, Masculinity versus Femininity, Uncertainty Avoidance Index, Long Term Orientation versus Short Term Normative Orientation en Indulgence versus Restraint. De numerieke waarden zijn berekend via de 'culture comparison' toepassing op de website van Geert Hofstede (Hofstede, 2015).

De formule, waarbij SA staat voor de score van de bidder en ST voor die van de target, is als volgt:

$$Hofstede\ Dist = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^6 (S_{A,i} - S_{T,i})^2}}{6}$$

4.1.2.3 Taal

De variabele 'Taal' wordt opgenomen als een dummy variabele. Het is een alternatieve maatstaf voor de culturele afstand. Waarde '1' wordt verkregen wanneer twee landen een gemeenschappelijke taal delen en '0' wanneer dit niet het geval is. Ahern et al. (2012) hebben aangetoond dat een gemeenschappelijk taal tussen bidder en target onderneming een significant positieve impact heeft op de totstandkoming van fusies en overnames. De data wordt verkregen via het 'World Factbook' van de Amerikaanse Central Intelligence Agency (CIA) die informatie ter beschikking heeft van 267 landen wereldwijd.

4.1.2.4 Religie

De variabele 'Religie' wordt opgenomen als een dummy variabele die waarde '1' krijgt wanneer de bevolking van bidder en target land dezelfde religieuze stroming delen. Waarde '0' wordt verkregen bij een verschil in religie. Net als een gemeenschappelijke taal heeft ook het delen van dezelfde religieuze stroming tussen bidder en target onderneming een significant positief effect op de abnormale returns (Ahern et al. 2012). De gegevens omtrent religie worden ook geraadpleegd via het World Factbook van de Amerikaanse CIA.

4.1.2.5 Legal

De vijfde cultuurvariabele is de dummy 'Legal' die een waarde '1' aanneemt als beide landen eenzelfde rechtssysteem hebben (beide common law of civil law) en '0' indien dit niet het geval is. Er wordt een positieve relatie verwacht tussen een gemeenschappelijk rechtssysteem en de CAR's. Net zoals bij de taal- en religiedummy worden de data gehaald via het World Factbook.

4.1.3 Controlevariabelen

Controlevariabelen zijn variabelen die beschouwd worden als verklarende factor voor de afhankelijke variabele. Ze worden niet opgenomen in de opgestelde hypothesen maar wel in het model om bij te dragen aan de accuraatheid van de resultaten. Het zijn mogelijk belangrijke determinanten voor de CAR's van de bidder ondernemingen. De controlevariabelen zijn ofwel karakteristiek aan de overnemer ofwel aan de deal. Bij de definiëring wordt hierover melding gemaakt.

Tabel 2: Definiëring controlevariabelen

Controlevariabele	Omschrijving
Grootte (overnemer)	De variabele 'Grootte' is het natuurlijk logaritme van de total assets van de bidder (Ln Assets).
Leverage (overnemer)	De leverage wordt gemeten door de verhouding te nemen tussen de boekwaarde van de schulden en de totale activa van het jaar voorafgaand op de F&O-aankondiging.
Liquiditeit (overnemer)	De liquiditeit wordt gemeten door te kijken naar de 'quick ratio' ³ van het jaar voorafgaand op de aankondiging.
Tobin's Q (overnemer)	Lang & Ofek (1995) tonen een positief significant verband aan van de Tobin's Q ratio met de abnormale returns. Het is een goede maatstaf om de groei van een onderneming te voorspellen en een controle voor overwaardering.
Waarde (deal)	De relatieve waarde van de deal wordt berekend door de verhouding te nemen tussen de total assets van de target en die van de bidder. Er wordt verondersteld dat een hoge ratio, wat impliceert in grotere total assets bij de target ten opzichte van de bidder, de waardecreatie positief zal beïnvloeden.
Deal	De variabele 'Deal' is het natuurlijk logaritme van de deal value van de overname (Ln Deal).
Betalingswijze (deal)	De dummy 'Betalingswijze' verkrijgt de waarde '1' wanneer bij de deal 100% in cash is betaald en waarde '0' indien dit niet het geval is. Een positief verband wordt verwacht tussen abnormale rendementen en een betaling in cash, een negatief verband wordt echter verwacht bij alternatieve betalingen zoals aandelen, loan notes, etc., doordat een betaling in cash vaak geassocieerd wordt met een toename van de financiële leverage of hefboomwerking in tegenstelling tot een betaling via aandelen dat geassocieerd wordt met overwaardering (Cebenoyan et al., 1992; Vermaelen & Xu, 2013).
Sector (deal)	De dummy 'Sector' verkrijgt waarde '1' als bidder en target de eerste twee digits van de US SIC code met elkaar delen en een waarde '0' indien dit niet het geval is.
Crisis	De dummy 'Crisis' verkrijgt waarde '1' wanneer de fusie of overname heeft plaatsgevonden tijdens de periode van de economische financiële crisis in Europa, namelijk januari 2008-maart 2009 (Margaritis, 2014; Smolders & Visser, 2015).
Sectordummies	De sectordummies zijn opgedeeld in 9 sectoren volgens de 'Industry Classification Benchmark, zie bijlage 1. De sectoren 'consumer goods' en 'consumer services' worden samengenomen om het verlies aan vrijheidsgraden beperkt te houden.

³ De quick ratio meet de capaciteit van een onderneming om zijn kortlopende schulden af te betalen met de meeste liquide middelen die het in zijn bezit heeft (Investopedia, 2014).

4.2 Overzicht dataset

Tabel 3: Overzicht van de CAR's en hun significantie

CAR's	Min	Max	Mean	Median	Std.Dev	T-waarde	P-waarde
CAR [-1, +1]	-0,2454022	0,44930332	0,011740567	0,00528753	0,05499042	8,280617	0,00
CAR [-2, +2]	-0,2390893	0,37019091	0,010864	0,00803022	0,05661374	8,595885	0,00
CAR [0, +1]	-0,246199	0,4180182	0,010918	0,00542657	0,0490842	6,776709	0,00
CAR [-2, +1]	-0,222789	0,35287664	0,010919	0,00530814	0,05430749	8,230336	0,00

Bron: eigen verwerking

Tabel 3 toont de belangrijkste beschrijvende statistieken voor de CAR's. De resultaten vloeien voort uit de event study die is opgesteld. Er kan worden opgemerkt dat de CAR's allen significant zijn. De p-waarden bedragen namelijk 0. Deze vaststelling ligt niet in lijn met hypothese 1 die zegt dat aankondigingen van grensoverschrijdende fusies en overnames geen waarde creëren voor de bidder onderneming. De resultaten geven weer dat een F&O-aankondiging significant positieve CAR's veroorzaakt en dus waarde creëert voor een Europese bidder.

Tabel 4: Steekproefverdeling + waarde-effecten per bidder land

Land	Waardecreatie (CAR > 0)		Waardeverlies (CAR < 0)		Totaal	
	Aantal	Percentage	Aantal	Percentage	Aantal	Percentage
België	33	9,54%	13	5,02%	46	7,60%
Denemarken	0	0%	1	0,39%	1	0,17%
Duitsland	54	15,61%	40	15,44%	94	15,54%
Estland	1	0,29%	0	0%	1	0,17%
Finland	39	11,27%	28	10,81%	67	11,07%
Frankrijk	69	19,94%	52	20,08%	121	20,00%
Griekenland	7	2,02%	5	1,93%	12	1,98%
Ierland	40	11,56%	32	12,36%	72	11,90%
Italië	26	7,51%	17	6,56%	43	7,11%
Nederland	41	11,85%	38	14,67%	79	13,06%
Oostenrijk	9	2,60%	8	3,09%	17	2,81%
Polen	0	0%	1	0,39%	1	0,17%
Portugal	1	0,29%	3	1,16%	4	0,66%
Slovenië	1	0,29%	1	0,39%	2	0,33%
Spanje	24	6,94%	18	6,95%	42	6,94%
Zwitserland	1	0,29%	2	0,77%	3	0,50%
Totaal	346	100%	259	100%	605	100%

Bron: eigen verwerking

Tabel 4 omvat de steekproefverdeling en waarde-effecten per bidder land. Frankrijk staat in voor de meeste grensoverschrijdende F&O-aankondigingen in de periode 2003-2013 en bestrijkt daarmee 20% van het totaal aantal observaties in de dataset. Daarentegen leveren Polen, Denemarken en Estland slechts één observatie. Wanneer er gekeken wordt naar de waarde-effecten kan er vastgesteld worden dat een F&O-aankondiging door een Belgische bidder het vaakst waarde creëert. Het tegenovergestelde kan gezegd worden over een F&O door een Nederlandse bidder. Aangezien alle afgeronde overnames met een Europese bidder onderneming zijn opgenomen in de dataset zijn deze resultaten representatief.

Tabel 5: Steekproefverdeling + waarde-effecten per target land

Land	Waardecreatie (CAR > 0)		Waardeverlies (CAR < 0)		Totaal	
	Aantal	Percentage	Aantal	Percentage	Aantal	Percentage
Australië	8	2,52%	6	2,67%	14	2,58%
België	6	1,89%	6	2,67%	11	2,03%
Brazilië	3	0,95%	4	1,78%	8	1,48%
Canada	8	2,52%	6	2,67%	13	2,40%
China	7	2,21%	4	1,78%	12	2,21%
Denemarken	4	1,26%	3	1,34%	7	1,29%
Duitsland	32	10,09%	24	10,67%	56	10,33%
Frankrijk	18	5,68%	13	5,78%	31	5,42%
Ierland	4	1,26%	3	1,34%	6	1,11%
India	6	1,89%	4	1,78%	11	2,03%
Italië	15	4,73%	10	4,44%	26	4,80%
Mexico	3	0,95%	3	1,34%	6	1,11%
Nederland	15	4,73%	6	2,67%	21	3,87%
Noorwegen	7	2,21%	3	1,34%	11	2,03%
Oostenrijk	9	2,84%	4	1,78%	11	2,03%
Polen	3	0,95%	3	1,34%	6	1,11%
Portugal	6	1,89%	2	0,89%	7	1,29%
Rusland	10	3,15%	4	1,78%	13	2,40%
Singapore	2	0,63%	3	1,34%	6	1,11%
Spanje	12	3,79%	6	2,67%	19	3,50%
USA	66	20,82%	60	26,67%	127	23,43%
Verenigd Koninkrijk	57	17,98%	35	15,56%	93	17,16%
Zweden	12	3,79%	8	3,56%	20	3,69%
Zwitserland	4	1,26%	5	2,22%	9	1,66%
Totaal	317	100%	225	100%	542	100%

Bron: Eigen verwerking

Tabel 5 betreft vervolgens de verdeling per target land. Landen die minder dan vijf targets afleveren in de steekproef zijn niet opgenomen in bovenstaande tabel. De meeste targets bevinden zich in de USA en UK, beide landen staan in voor respectievelijk 23,43% en 17,16% van de totale steekproef inzake de targets. Er wordt het vaakst waarde gecreëerd wanneer een Russische of Nederlandse target wordt overgenomen. Een overname van bijvoorbeeld een Amerikaanse, Zwitserse of Belgische target heeft minder garantie op succes.

Tabel 6: Steekproefverdeling + waarde-effecten per jaar

Jaar	Waardecreatie		Waardeverlies		Totaal	
	Aantal	Percentage	Aantal	Percentage	Aantal	Percentage
2002	1	0,28%	2	0,77%	3	0,50%
2003	27	7,80%	22	8,49%	49	8,10%
2004	33	9,54%	31	11,97%	64	10,58%
2005	46	13,29%	34	13,13%	80	13,22%
2006	34	9,83%	30	11,58%	64	10,58%
2007	38	10,98%	37	14,29%	75	12,40%
2008	43	12,43%	31	11,97%	74	12,23%
2009	33	9,54%	13	5,02%	46	7,60%
2010	23	6,65%	12	4,63%	35	5,79%
2011	30	8,67%	17	6,56%	47	7,77%
2012	19	5,49%	16	6,18%	35	5,79%
2013	19	5,49%	14	5,41%	33	5,45%
Totaal	346	100%	259	100%	605	100%

Bron: eigen verwerking

De steekproef kan ook verdeeld worden op basis van de tijdsperiode waarin de overname plaatsvond. 2005 wordt gekenmerkt als het jaar met de meeste F&O-aankondigingen terwijl, 2002 buiten beschouwing gelaten, 2013 de minste aankondigingen kende. Sinds 2009 valt er een duidelijke daling van het aantal F&O-aankondigingen op te merken. Er werd het vaakst waarde gecreëerd bij een F&O-aankondiging in 2009, het minst in 2007.

Tabel 7: Steekproefverdeling per sector

Sector	Aantal	%
Basic Materials	33	5,45
Consumer goods and services	126	20,83
Financials	46	7,60
Health care	85	14,05
Industrials	152	25,12
Oil & Gas	35	5,79
Technology	104	17,19
Telecommunications	4	0,66
Utilities	20	3,31
Totaal	605	100

Bron: eigen verwerking

Tabel 7 geeft een overzicht van de steekproefverdeling per sector waarin de bidder actief is. De industriesector is het meeste bedrijvig als het op F&O's aankomt.

Tabel 8: Steekproefverdeling per betalingswijze

Betalingswijze	Aantal	%
Cash	477	78,84
Geen cash	128	21,16
Totaal	605	100

Bron: eigen verwerking

Wanneer we de steekproefverdeling bekijken per betalingswijze kan worden opgemerkt dat in bijna 80% van de gevallen de overname in cash is uitbetaald tegenover 20% via andere betalingsvormen zoals aandelen, loan notes, etc.

Tabel 9: Steekproefverdeling o.b.v. de taalverschillen tussen bidder en target

Gemeenschappelijke taal	Aantal	%
Ja	96	15,87
Nee	509	84,13
Totaal	605	100

Bron: eigen verwerking

Tabel 9 toont aan dat 85% van de overnames waarvan de bidder een Europese beursgenoteerde onderneming is tot stand zijn gekomen tussen een bidder en target die geen gemeenschappelijke taal delen.

Tabel 10: Steekproefverdeling o.b.v. de religieverschillen tussen bidder en target

Gemeenschappelijke religie	Aantal	%
Ja	221	36,53
Nee	384	63,47
Totaal	605	100

Bron: eigen verwerking

Een gemeenschappelijke religie tussen bidder en target komt in ongeveer 40% van de gevallen voor.

Tabel 11: Steekproefverdeling o.b.v. de verschillen in rechtssysteem tussen bidder en target

Gemeenschappelijk rechtssysteem	Aantal	%
Ja	335	55,37
Nee	270	44,63
Totaal	605	100

Bron: eigen verwerking

Tenslotte maakt tabel 11 duidelijk dat bidder en target land een gedeeld rechtssysteem kennen bij 55% van de grensoverschrijdende overnames met een Europese bidder.

5 Methodologie

De marktreactie, bij aankondiging van F&O, wordt in dit onderzoek nader bestudeerd aan de hand van een event study. Vervolgens wordt er gebruik gemaakt van een cross-sectionele analyse om de impact van de onafhankelijke variabelen op de marktreactie te onderzoeken, net als bij Barbopoulos et al. (2013) en Ding & Sun (1997), en om interacties tussen variabelen te maken. De statistische verwerking gebeurt aan de hand van de software 'SPSS'.

5.1 Event study

Een event study is *“een statistische methode om de rendementswijziging ten gevolge van een gebeurtenis te bepalen en te testen of dat gemiddeld effect ook significant verschillend is van nul”* (De Prijcker, 2014).

De gebeurtenis die plaatsvindt, is binnen de event study de aankondigingen van F&O door Europese beursgenoteerde ondernemingen. De rendementswijziging betreft de verandering in abnormale returns (AR) die deze aankondigingen teweegbrengen. De belangrijkste redenen waarom er voor de event study wordt gekozen, zijn de volgende: de eenvoudigheid in gebruik, de markt waardeert onmiddellijk de impact van het event en een event study houdt rekening met het risico van de gebeurtenis (MacKinlay, 1997).

Figuur 2: Event study



Figuur 2 geeft een overzicht van het 'estimation window', 'event window' en de 'event time'. De event time vindt plaats op tijdstip 0 en betreft de aankondiging van de F&O. Enkele event windows (-1,+1), (0,+2) en (-5,+5) worden gebruikt om de marktreactie rond het aankondigingsmoment te berekenen en robuustheid in te bouwen. De markt reageert namelijk niet enkel op de aankondiging zelf, maar ook op de informatie die voor en na de aankondiging wordt gelekt. Een 'clean period' (-40, -1) is noodzakelijk om de invloed van geruchten uit te schakelen. Het estimation window (-240, -40) is een periode die aan de event periode voorafgaat en wordt gebruikt om de normale returns van de betreffende ondernemingen te berekenen. Het zijn de returns wanneer de fusie of overname niet zou plaatsvinden. Ze worden berekend via het marktmodel dat ervan uit gaat dat er een stabiele lineaire relatie bestaat tussen de marktreturn en de return van het aandeel (MacKinlay, 1997):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

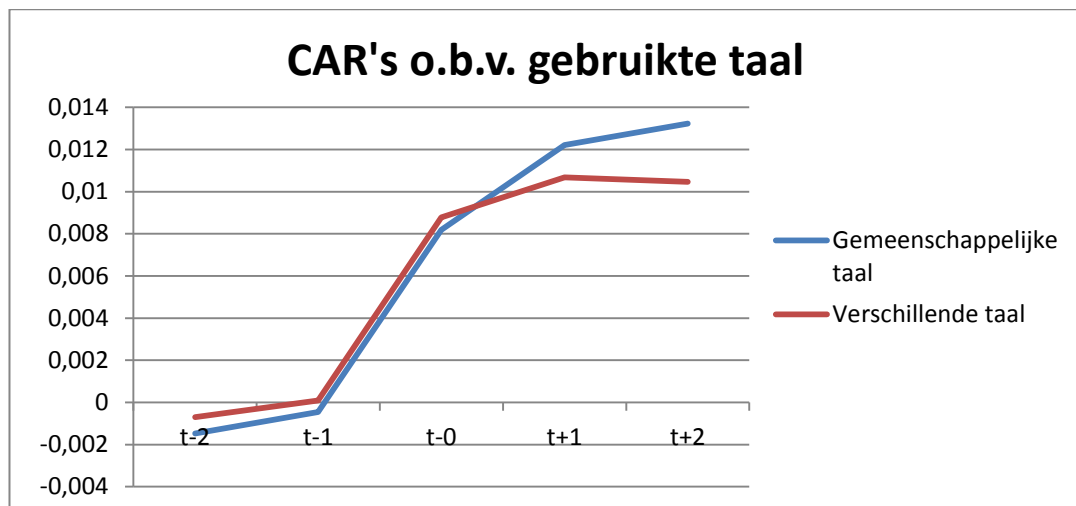
De MSCI-index (Morgan Stanley Capital International) per deelnemend land wordt gebruikt als marktindex. Vervolgens worden de abnormale returns in de event periode bepaald door het verschil te berekenen tussen de waargenomen return en de verwachte return:

$$AR_{it} = R_{it} - NR_{it}$$

Tenslotte wordt het gemiddeld effect berekend van alle events op een bepaald tijdstip in het event window. De volledige impact van de gebeurtenis wordt berekend via de CAR's waarbij de abnormale returns van een aandeel worden gesommeerd. Aan de hand van de t-statistiek kan aangetoond worden of het aankondigingseffect al dan niet significant is (MacKinley, 1997).

5.2 Analyse CAR's

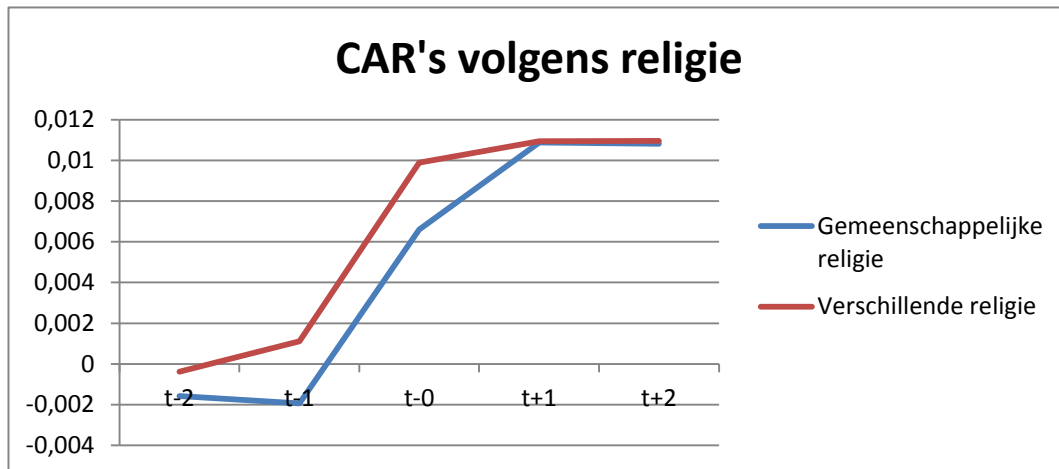
Figuur 3: Grafische weergave CAR's volgens de taal die bidder en target spreken



Bron: eigen verwerking

Figuur 3 toont de CAR's die zijn gerealiseerd bij enerzijds overnames waar bidder en target dezelfde taal spreken en anderzijds een verschillende taal. Er kan worden opgemerkt dat een gemeenschappelijke taal een belangrijke factor is voor de waardecreatie aangezien deze lijn een steiler verloop kent na de F&O-aankondiging (t-0). De univariate en multivariate analyse moeten uitwijzen of dit verschil al dan niet significant is.

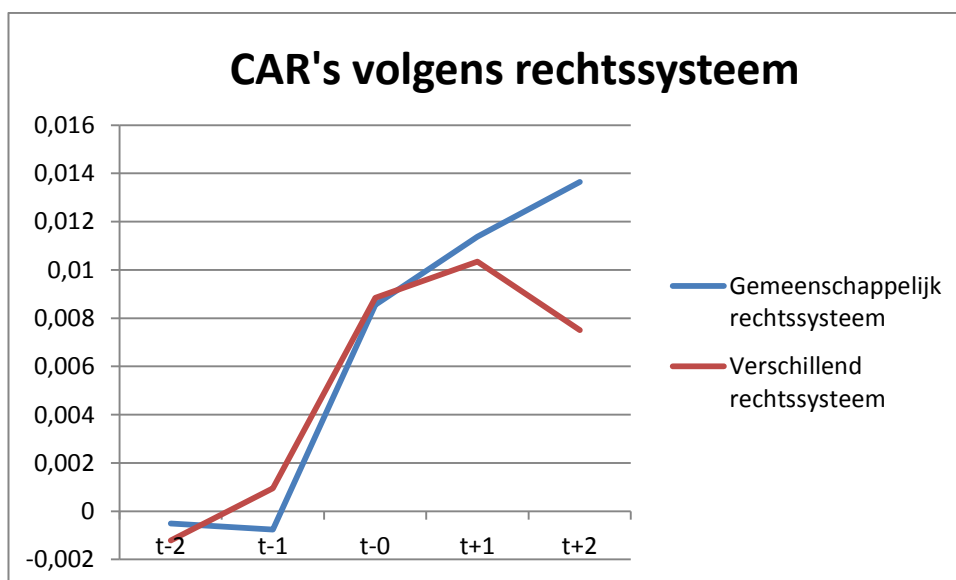
Figuur 4: Grafische weergave CAR's volgens de religie in bidder en target land



Bron: eigen verwerking

Het verschil tussen een al dan niet gedeelde religie inzake bidder en target land blijkt geen grote impact te hebben op de CAR's wat vrij logisch lijkt. Op het moment van aankondiging wordt een sterkere stijging vastgesteld bij de aanwezigheid van een gemeenschappelijke religie maar het verschil in CAR komt terug gelijk op t+1. Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld taalverschillen die de overnamebesprekingen kunnen bemoeilijken en dus wel een verschillend effect kunnen hebben op de CAR's zoals in figuur 4 wordt weergegeven.

Figuur 5: Grafische weergave CAR's volgens het rechtssysteem in bidder en target land

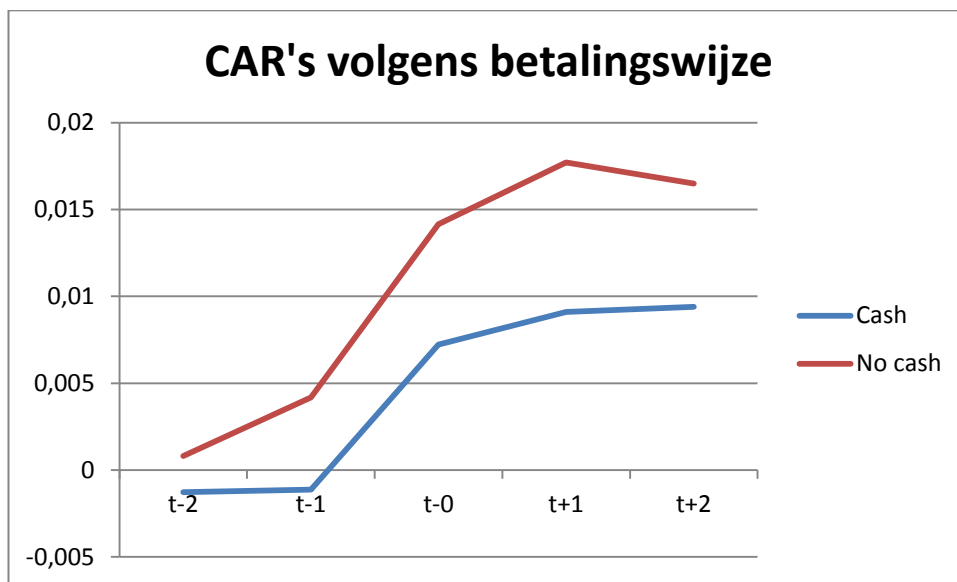


Bron: eigen verwerking

Figuur 5 laat ongeveer hetzelfde reactiepatroon zien op t-0 en t-1 maar op t-2 is een duidelijk verschil merkbaar tussen de aan- en afwezigheid van een gemeenschappelijk

rechtssysteem en de effecten ervan op de CAR's. Een gemeenschappelijk rechtssysteem tussen bidder en target land lijkt op het eerste zicht voordelig te zijn voor de overname. De cross-sectionele analyse geeft uitsluitsel.

Figuur 6: Grafische weergave CAR's volgens de betalingswijze bij de overname



Bron: eigen verwerking

Er valt ook een onderscheid op te merken wanneer de wijze van betaling en de relatie ervan met de CAR's wordt onderzocht. Overnames die volledig in cash worden betaald, hebben een minder sterk positief effect op de CAR's in tegenstelling tot andere betalingsvormen. Het verschil tussen beide lijkt ook redelijk groot te zijn maar dit moet wederom bevestigd worden door de statistische analyse.

5.3 Cross-sectionele analyse

Op basis van reeds gepubliceerde empirische literatuur is er beslist om via SPSS een univariate en multivariate cross-sectionele analyse uit te voeren die de impact van belangrijke variabelen op de cumulative abnormale returns onderzoekt (Hessel et al., 1994, Ding & Sun, 1997 en Barbopoulos et al., 2013).

5.3.1 Univariate analyse

De univariate analyse wordt gebruikt om ééndimensionale data te analyseren wat wil zeggen dat de impact van slechts één controle- of onafhankelijke variabele wordt onderzocht. Om deze analyse efficiënt uit te voeren wordt er binnen de dataset eerst gecontroleerd voor extreme observaties of 'outliers' om vertekende resultaten te vermijden. Om de extreme waarden in kaart te brengen worden voor zowel de CAR's als de controle- en onafhankelijke variabelen de grafische weergave als de waarde van het 1^{ste} en 99^{ste} percentiel geproduceerd. De grafische weergave geeft een eerste inzicht in

de aanwezigheid van eventuele extreme observaties terwijl de percentielen specifiek weergeven welke observaties voor vertekening kunnen zorgen. De CAR's die onder het 1^{ste} percentiel vallen dienen verwijderd te worden uit de dataset, net zoals de observaties die een waarde hebben boven dat van het 99^{ste} percentiel. De extreme observaties eigen aan de continue controle- en onafhankelijke variabelen worden op een andere manier aangepakt, namelijk aan de hand van 'winsorizing'. De reden van deze aanpak vertaalt zich in het feit dat er meer robuustheid in de dataset wordt ingebouwd. Winsorizing handelt erin dat de observaties die een lagere waarde hebben dan het 1^{ste} percentiel worden gelijkgesteld met de waarde van het 1^{ste} percentiel en de observaties met een waarde groter dan het 99^{ste} percentiel worden gelijkgesteld met de waarde van het 99^{ste} percentiel.

De univariate analyse bestaat uit de vergelijking van de means en medians van variabelen tussen twee groepen, namelijk de CAR's enerzijds en de controle- en onafhankelijke variabelen anderzijds in de vorm van een dummy. De variabelen die van nature geen dummy zijn worden getransformeerd door ze de waarde '0' te geven als de oorspronkelijke waardes kleiner zijn dan de mean en '1' als de waarden groter zijn dan de mean. De output van de 'compare means' en 'compare medians' geven enkele beschrijvende statistieken weer, net als de significantie van de controle- en onafhankelijke variabelen. Deze informatie maakt het mogelijk om al enkele uitspraken te doen inzake de relatie tussen de CAR's enerzijds en de controle- en onafhankelijke variabelen anderzijds.

5.3.2 Multivariate analyse

Bij de univariate analyse wordt eendimensionale data geanalyseerd, de multivariate handelt bijgevolg over meerdimensionale data waarbij regressies worden opgesteld en getrokken met meerdere variabelen tegelijk. De eerste component binnen de multivariate analyse betreft de 'Pearson correlatiematrix' die controleert voor multicollineariteit. Er wordt gekeken of de verklarende variabelen onderling niet te sterk zijn verbonden of gecorreleerd met elkaar waardoor ze elkaar voor het overgrote deel kunnen voorspellen. Enkel de continue variabelen worden opgenomen in de matrix aangezien dummy's door hun tweezijdig karakter minder interessant zijn. Om helemaal zeker te zijn van het feit dat er geen multicollineariteit aanwezig is in het regressiemodel wordt er ook gekeken naar de 'variance inflation factors' of VIF-waarden. VIF-waarden met een waarde hoger dan 10 duiden op multicollineariteit.

Vervolgens worden er basismodellen geschat aan de hand van een opgestelde regressievergelijking met als afhankelijke variabelen de CAR (-1, +1) en CAR (-2, +2) en als afhankelijke variabelen enerzijds de vijf cultuurvariabelen en anderzijds de controlevariabelen. De resultaten van de overige CAR's worden in voetnoot weergegeven. De afhankelijke variabelen worden opgenomen om meer inzicht te geven in de bewegingen van de CAR's bij een F&O-aankondiging. Nadien worden vijf regressies getrokken per CAR window waarbij één voor één de cultuurvariabelen bij de controlevariabelen worden gevoegd. Deze methode laat toe te achterhalen welke afhankelijke variabelen een significante invloed hebben op de CAR's bij een grensoverschrijdende F&O-aankondiging.

De basismodellen die geschat worden zijn de volgende:

Regressie 1 en 6: $CAR_j = \beta_0 + \beta_1 CORRUPTIE_j + \beta_2 ASSETS_j + \beta_3 LEVERAGE_j + \beta_4 LIQUIDITEIT_j + \beta_5 TOBIN'S\ Q_j + \beta_6 DEAL_j + \beta_7 BETALINGSWIJZE_j + \beta_8 SECTOR_j + \beta_9 CRISIS_j + \beta_{10-18} SECTORDUMMIES_j + \beta_{19-29} JAARDUMMIES_j + \epsilon_j$

Regressie 2 en 7: $CAR_j = \beta_0 + \beta_1 HOFSTEDE_j + \beta_2 ASSETS_j + \beta_3 LEVERAGE_j + \beta_4 LIQUIDITEIT_j + \beta_5 TOBIN'S\ Q_j + \beta_6 DEAL_j + \beta_7 BETALINGSWIJZE_j + \beta_8 SECTOR_j + \beta_9 CRISIS_j + \beta_{10-18} SECTORDUMMIES_j + \beta_{19-29} JAARDUMMIES_j + \epsilon_j$

Regressie 3 en 8: $CAR_j = \beta_0 + \beta_1 TAAL_j + \beta_2 ASSETS_j + \beta_3 LEVERAGE_j + \beta_4 LIQUIDITEIT_j + \beta_5 TOBIN'S\ Q_j + \beta_6 DEAL_j + \beta_7 BETALINGSWIJZE_j + \beta_8 SECTOR_j + \beta_9 CRISIS_j + \beta_{10-18} SECTORDUMMIES_j + \beta_{19-29} JAARDUMMIES_j + \epsilon_j$

Regressie 4 en 9: $CAR_j = \beta_0 + \beta_1 RELIGIE_j + \beta_2 ASSETS_j + \beta_3 LEVERAGE_j + \beta_4 LIQUIDITEIT_j + \beta_5 TOBIN'S\ Q_j + \beta_6 DEAL_j + \beta_7 BETALINGSWIJZE_j + \beta_8 SECTOR_j + \beta_9 CRISIS_j + \beta_{10-18} SECTORDUMMIES_j + \beta_{19-29} JAARDUMMIES_j + \epsilon_j$

Regressie 5 en 10: $CAR_j = \beta_0 + \beta_1 LEGAL_j + \beta_2 ASSETS_j + \beta_3 LEVERAGE_j + \beta_4 LIQUIDITEIT_j + \beta_5 TOBIN'S\ Q_j + \beta_6 DEAL_j + \beta_7 BETALINGSWIJZE_j + \beta_8 SECTOR_j + \beta_9 CRISIS_j + \beta_{10-18} SECTORDUMMIES_j + \beta_{19-29} JAARDUMMIES_j + \epsilon_j$

Tenslotte worden er interactievariabelen toegevoegd aan het regressiemodel. Via deze variabelen is het mogelijk om na te gaan of een verklarende variabele het effect van een andere verklarende variabele op de afhankelijke variabele, in dit geval de CAR's, versterkt of verzwakt. Het doel is om meer eenduidige resultaten te bekomen. Een interactievariabele wordt aangemaakt door een nieuwe variabele te creëren die bestaat uit het product van twee verklarende variabelen.

6 Resultaten

Het statistisch onderzoek via univariate en multivariate analyse wordt in dit deel uitvoerig besproken aan de hand van cijfertabellen herwerkt uit SPSS-output.

6.1 Univariate analyse

Tabel 12: Beschrijvende statistiek controle- en afhankelijke variabelen

Variabelen	N	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std.Dev.
Waarde	67	0,13	2667,30	176,38	34,04	389,33
Deal	582	5,85	15,35	10,47	10,31	1,94
Assets	565	9,47	20,74	14,23	14,17	2,41
Corruptie	580	0,51	3,67	1,18	1,02	0,55
Hofstede	574	3,57	17,43	9,92	10,50	3,22
Leverage	571	0,00	0,57	0,23	0,23	0,14
Tobin's Q	579	0,72	4,93	1,72	1,49	0,78
Quick ratio	541	0,30	7,48	1,39	1,15	1,12

Bron: eigen verwerking

Voordat de bespreking van de compare means en medians plaatsvindt, wordt er een overzicht gegeven van de continue controle- en onafhankelijke variabelen. Tabel 12 toont de belangrijkste beschrijvende statistieken. Naast de gegevensomvang vinden we voor elke variabele het minimum, maximum, mean, median en standaarddeviatie terug. Er kan worden opgemerkt dat de gegevensomvang bij de variabele 'waarde' sterk verschilt met de rest van de variabelen. Dit komt omdat er maar een beperkt aantal gegevens beschikbaar waren inzake de total assets van de target. WRDS heeft namelijk enkel toegang tot de boekhouding van Europese ondernemingen.

Tabel 13a: Compare means/medians + significantie

	CAR [-1, +1]				CAR [-2, +2]			
	Lower mean dummy= 0	Higher mean dummy=1	Sig.	Sig. med.	Lower mean dummy=0	Higher mean dummy=1	Sig.	Sig. med.
Corruptie	,0104	,0076	,457	,455	,0099	,0117	,676	,803
Hofstede	,0119	,0079	,216	,504	,0122	,0083	,294	,133
Taal	,0092	,0126	,432	,443	,0098	,0131	,506	,513
Religie	,0101	,0090	,740	,701	,0118	,0078	,290	,238
Legal	,0069	,0121	,100	,083	,0052	,0144	,012	,021
Assets	,0136	,0055	,012	,048	,0150	,0056	,011	,013
Leverage	,0104	,0087	,297	,225	,0086	,0117	,403	,770
Liquiditeit	,0097	,0111	,709	,699	,0122	,0076	,263	,283
Tobin's Q	,0093	,0107	,669	,835	,0117	,0078	,310	,589
Waarde	,0103	,0035	,478	,391	,0118	,0185	,481	,904
Deal	,0094	,0101	,822	,246	,0107	,0097	,785	1,00
Betalingswijze	,0101	,0096	,898	,778	,0119	,0099	,659	,978
Sector	,0105	,0058	,590	,561	,0122	,0084	,661	,561
Crisis	,0095	,0116	,650	,325	,0100	,0122	,680	,476
2009	,0087	,0235	,015	,021	,0088	,0298	,003	,013

Bron: eigen verwerking

Tabellen 13a en 13b geven vervolgens de compare means en medians weer. Uit deze informatie kan worden afgeleid of er significante verschillen zijn bij de vergelijking van de gemiddelden en medianen tussen de afhankelijke variabelen enerzijds en de controle- en onafhankelijke variabelen anderzijds. Betreffende de sector- en jaardummies zijn enkel de significante waarden in de tabel opgenomen

Tabel 13a geeft de compare means, medians en de significantie weer van de CAR's en de verklarende variabelen. Betreffende de sector- en jaardummies worden enkel diegene vermeld die voor beide 'CAR windows' significant zijn. Er vallen significante waarden op te merken bij de variabele 'Assets' en de jaardummy van 2009. Er zijn met andere woorden significante verschillen in het gemiddelde tussen de CAR (-1, 1) en CAR (-2, +2)

van bidders met een groot totaal vermogen in vergelijking met bidders met gemiddeld een kleiner totaal vermogen. Ondernemingen met een relatief klein totaal vermogen krijgen te maken met significant hogere CAR's in geval van aankondiging van overnames. Wanneer er wordt gekeken naar de jaardummies valt op dat F&O-aankondigingen die hebben plaatsgevonden in 2009 gemiddeld gezien meer waarde creëren dan in andere jaren tussen 2003 en 2013.

Wat de cultuurvariabelen betreft, merken we weinig betekenisvolle verschillen op bij overnames met een grotere culturele afstand tussen bidder en target en die met een kleinere culturele afstand. Enkel de legal dummy vertoont significante resultaten. Er zijn met andere woorden significante verschillen in het gemiddelde tussen de CAR (-2, +2) van overnames waarbij bidders en target hetzelfde rechtssysteem delen en van overnames waarbij beide partijen een verschillende rechtssysteem hebben in het thuisland. Wanneer we vervolgens de significantiedoelstelling even terzijde laten kan er vastgesteld worden dat de resultaten grotendeels in lijn liggen met de vooropgestelde hypothesen. F&O's waarbij landen met een gelijkaardig corruptieniveau in zijn betrokken verkrijgen (insignificant) hogere CAR's in vergelijking met een groot verschil in corruptieniveau tussen bidder en target. Hetzelfde kan gezegd worden voor een kleinere culturele afstand in vergelijking met een grotere culturele afstand. Een gemeenschappelijke taal heeft een iets minder uitgesproken effect op de CAR's ten opzichte van een verschillende taal al kan er worden afgeleid dat het toch positievere invloed heeft. Een gemeenschappelijke religie tussen bidder en target land resulteert echter in (insignificant) lagere returns dan een verschillende religie.⁴

⁴ De resultaten van de modellen met CAR [0, +1] en CAR [-2, +1] als afhankelijke variabelen zijn consistent.

Tabel 13b: Compare means/medians + significantie

HOFSTEDE				
	Lower mean dummy = 0	Higher mean dummy = 1	Sig.	Sig. med.
Corruptie	9,5238	11,2071	,000	,853
Taal	10,6274	6,0443	,000	,000
Religie	10,7696	8,4496	,000	,000
Legal	11,2333	8,8267	,000	,000
Assets	9,5032	10,3945	,001	,002
Leverage	9,8704	10,0052	,622	,968
Liquiditeit	9,9661	9,8929	,809	,857
Tobin's Q	9,9252	9,8882	,897	,292
Waarde	8,7025	8,9342	,802	,272
Deal	9,6962	10,1758	,075	,055
Betalingswijze	9,7308	9,9633	,489	,505
Sector	8,7782	8,8904	,862	,271
Crisis	9,9007	10,0289	,752	,925

Bron: eigen verwerking

Voor de volledigheid wordt er binnen de univariate analyse compare means en medians uitgevoerd met één van de cultuurvariabele als afhankelijke factor. Er is gekozen voor de meest relevante, namelijk de culturele afstand van Hofstede die de culturele afstand meet tussen bidder en target land. De resultaten van tabel 13b liggen in lijn met de verwachtingen, zeker wat betreft de andere cultuurvariabelen die alleen een significante impact hebben op de culturele afstand van Hofstede. Een groter verschil in corruptieniveau tussen bidder en target land resulteert in een hogere culturele afstand. Deze redenering kan gevolgd worden. Een gemeenschappelijke taal, religie en rechtssysteem tussen beide landen veroorzaken een significant lagere culturele afstand wat een lagere cultuurafstand impliceert. Naast de cultuurvariabelen hebben de grootte van de total assets en dealwaarde een betekenisvolle impact op de culturele afstand. Hoe groter beide variabelen, hoe hoger de afstand bedraagt. Het is moeilijker om hierover een uitspraak te doen inzake de relevantie aangezien er nog maar weinig onderzoek naar gebeurd is.

6.2 Multivariate analyse

Tabel 14: Correlatie tussen de continue verklarende variabelen

Pearson Correlation	Waarde	Deal	Assets	Corruptie	Hofstede	Leverage	Tobin's Q	Liquiditeit
Waarde	1	-,005	-,228	,315**	,103	-,156	,198	-,045
Deal	-,005	1	,523**	,035	,109**	,116**	-,056	-,170**
Assets	-,228	,523**	1	,179**	,167**	,189**	-,243**	-,337**
Corruptie	,315**	,035	,179**	1	,315**	,093*	,005	-,122**
Hofstede	,103	,109**	,167**	,315**	1	-,010	,016	-,002
Leverage	-,156	,116**	,189**	,093*	-,010	1	-,240**	-3,57**
Tobin's Q	,198	-,056	-,243**	,005	,016	-,240**	1	,237**
Quick ratio	-,045	-,170**	-,337**	-,122	-,002	-,357**	,237**	1

Bron: eigen verwerking

Tabel 14 is opgemaakt om de correlaties tussen de verklarende variabelen in kaart te brengen. Een hoge correlatie tussen de variabelen onderling wordt best vermeden. De correlatiematrix toont dat de continue variabelen weinig of geen verband hebben met elkaar. De hoogste significante correlatie bestaat er tussen 'Assets' en 'Deal' met een waarde van 0,52. Op het eerste zicht lijkt er dus geen probleem van multicollineariteit. Autocorrelatie is ook niet aanwezig in het model aangezien de Durbin-Watson statistiek de waarde 2 benadert. Deze waarde zegt namelijk dat er geen probleem van autocorrelatie is.

Tabel 15a (zie volgende pagina) toont de output van de vijf regressiemodellen die zijn geschat met CAR [-1, +1] als afhankelijke variabele en telkens een andere cultuurvariabele die apart wordt opgenomen en optreedt als bijkomende verklarende factor. De variabelen 'Waarde' en 'Sector' zijn niet opgenomen in de regressie aangezien ze de adjusted R² negatief maken en de significantie van de gehele specificatie negatief beïnvloeden. De adjusted R² bedraagt gemiddeld 1,5% doorheen de vijf modellen. Dit duidt erop dat gemiddeld 1,5% van de variantie in de CAR[-1, +1] wordt verklaard door bovenstaande regressiemodellen. Dit ligt dus aan de lage kant maar een lage R² is niet ongebruikelijk bij een event study. De p-waarde toont aan dat de gehele specificatie significant is aangezien ze schommelt tussen de 0,04 en 0,05. De representativiteit is gewaarborgd doordat steeds minstens 516 observaties, van de 605 overnames in totaal tussen 2003-2013 die aan de voorwaarden hebben voldaan, zijn opgenomen in de modellen.

De univariate testen lieten al een eerste licht schijnen over mogelijke verklarende variabelen die een betekenisvolle impact kunnen hebben op de CAR's. Uit het basis regressiemodel kan worden afgeleid dat de variabelen 'Deal' en 'Assets' een significante impact hebben op de afhankelijke variabele CAR [-1, +1]. Een hogere waarde van de

overnamedeal staat garant voor hogere CAR's. Het tegenovergestelde kan gezegd worden over de assets. In tegenstelling tot wat verwacht werd hebben de leverage van de bidder, Tobin's q, liquiditeit, de betalingswijze voor de overname en de crisisperiode geen significante invloed op de CAR. Daarnaast hebben de vijf cultuurvariabelen geen significante impact op de CAR [-1, +1]. Deze vaststelling ligt niet in lijn met de 2^{de} hypothese die is opgesteld die stelt dat culturele verschillen tussen bidder en target land waardevernietigend zijn. De insignificante waarden van de cultuurvariabelen wijzen erop dat cultuur van beperkt belang is bij F&O's.

Tabel 15a: Basismodel regressie met CAR [-1, +1] als afhankelijke variabele

	CAR [-1, +1]				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept	.041*** (0.004)	.043*** (0.004)	0.042*** (0.004)	0.044*** (0.002)	0.038*** (0.009)
Corruptie	.002 (0.603)	-	-	-	-
Hofstede	-	-.0008 (0.872)	-	-	-
Taal	-	-	.002 (0.701)	-	-
Religie	-	-	-	-.004 (0.296)	-
Legal	-	-	-	-	0.004 (0.292)
Betalingswijze	-.002 (0.712)	-.002 (0.635)	-.002 (0.694)	-.002 (0.634)	-.001 (0.787)
Deal	.002** (0.016)	.003** (0.014)	.002** (0.019)	.002** (0.017)	.002** (0.019)
Assets	-.003*** (0.000)	-.003*** (0.001)	-.003*** (0.001)	-.003*** (0.000)	-.003*** (0.001)
Leverage	-.011 (0.394)	-.011 (0.428)	-.012 (0.376)	-.012 (0.356)	-.012 (0.368)
Tobin's Q	-.003 (0.142)	-.003 (0.160)	-.003 (0.155)	-.003 (0.142)	-.003 (0.166)
Liquiditeit	-.001 (0.724)	-.001 (0.680)	-.001 (0.724)	-.001 (0.726)	.000 (0.794)
Crisis	.003 (0.569)	.002 (0.657)	.003 (0.585)	.002 (0.680)	.003 (0.572)
Sectordummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Jaardummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R²	0.014	0.015	0.014	0.016	0.016
P-value	0.052	0.050	0.054	0.039	0.039
Obs.	521	516	523	523	523

Bron: eigen verwerking

Tabel 15b: Basismodel regressie met CAR [-2, +2] als afhankelijke variabele

	CAR [-2, +2]				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept	.051*** (0.002)	.053*** (0.002)	0.052*** (0.002)	0.056*** (0.001)	0.046*** (0.006)
Corruptie	.003 (0.386)	-	-	-	-
Hofstede	-	-.0006 (0.918)	-	-	-
Taal	-	-	.002 (0.774)	-	-
Religie	-	-	-	-.006 (0.157)	-
Legal	-	-	-	-	0.006 (0.109)
Betalingswijze	-.004 (0.442)	-.004 (0.388)	-.004 (0.424)	-.004 (0.360)	-.003 (0.539)
Deal	.002* (0.059)	.002* (0.056)	.002* (0.071)	.002* (0.063)	.002* (0.073)
Assets	-.004*** (0.001)	-.004*** (0.001)	-.004*** (0.001)	-.004*** (0.001)	-.003*** (0.002)
Leverage	-.001 (0.944)	-.001 (0.969)	-.001 (0.947)	-.002 (0.897)	-.002 (0.917)
Tobin's Q	-.005* (0.064)	-.005* (0.081)	-.005* (0.075)	-.005* (0.066)	-.005* (0.085)
Liquiditeit	-.002 (0.392)	-.002 (0.368)	-.002 (0.382)	-.002 (0.387)	-.001 (0.469)
Crisis	.005 (0.382)	.005 (0.438)	.005 (0.408)	.004 (0.515)	.005 (0.388)
Sectordummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Jaardummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R²	0.012	0.011	0.011	0.015	0.016
P-value	0.071	0.094	0.091	0.048	0.040
Obs.	521	516	523	523	523

Bron: eigen verwerking

Tabel 15b geeft de vijf regressiemodellen weer met CAR [-2, +2] als afhankelijke variabele. De conclusies die kunnen getrokken worden zijn vrij gelijkaardig met die uit tabel 15a. De p-waarde van de volledige specificatie ligt wel iets hoger maar benadert nog steeds de 5%. Ook zijn er een paar kleine bewegingen gebeurd inzake de significantiegraad van enkele variabelen. De variabelen 'Deal' en 'Tobin's Q' liggen iets hoger dan de vooropgestelde 5%. Er kan dus met voorzichtigheid gezegd worden dat beide een betekenisvolle impact hebben op de afhankelijke variabele. Het teken van de 'Tobin's Q' is overigens negatief wat wil zeggen dat een kleine ratio zorgt voor hogere CAR's. Aangezien de variabele 'Assets' ook negatief gerelateerd is met de CAR's verbaast de richting van de Tobin's Q niet aangezien de ratio de marktwaarde van de activa voorstelt. De richting van de Tobin's Q coëfficiënt kan verklaard worden door de mogelijke overwaardering van de bidder. De cultuurvariabelen zijn wederom insignificant.

De legal dummy heeft met een p-waarde van 10,9% wel een opmerkelijke vooruitgang geboekt. De richting van de coëfficiënt volgt de logica. Er kan weer met enige voorzichtigheid gezegd worden dat een gemeenschappelijk rechtssysteem tussen bidder en target land de CAR [-2, +2] positief beïnvloedt.⁵

Tabel 16: Resultaten regressiemodel met interactietermen en CAR [-1, +1] als afhankelijke variabele

	CAR [-1, +1]			
	Coëfficiënt	Significantie	R ²	Sig. model
Corruptie * Hofstede	,0007	,697	0,015	,048
Corruptie * Taal	,001	,904	0,014	,057
Corruptie * Religie	-,005	,112	0,019	,024
Corruptie * Legal	,003	,212	0,017	,033
Hofstede * Taal	,000	,807	0,013	,062
Hofstede * Religie	,000	,184	0,017	,035
Hofstede * Legal	,000	,655	0,015	,046
Taal * Religie	,000	,966	0,014	,057
Taal * Legal	,001	,775	0,014	,055
Religie * Legal	,002	,684	0,014	,054
Corruptie * BetalingsW	,002	,478	0,015	,048
Hofstede * BetalingsW	,000	,801	0,014	,060
Taal * BetalingsW	-,004	,404	0,015	,045
Religie * BetalingsW	-,002	,543	0,014	,050
Legal * BetalingsW	,004	,302	0,016	,040
Corruptie * Sector	,001	,887	-0,082	,994
Hofstede * Sector	-,0008	,937	-,082	,994
Taal * Sector	-,003	,818	0,029	,003
Religie * Sector	-,007	,596	0,023	,025
Legal * Sector	-,012	,181	0,024	,045

Bron: eigen verwerking

⁵ De resultaten van de modellen met CAR [0, +1] en CAR [-2, +1] als afhankelijke variabelen zijn consistent. De adjusted R² ligt bij CAR [0, +1] rond de 3% wat toch iets hoger is.

In tabel 16 zijn er interactievariabelen aan het model toegevoegd om na te gaan of bepaalde cultuurvariabelen het effect van een andere cultuur- of controlevariabele op de afhankelijke variabele al dan niet versterken of verzwakken. De adjusted R^2 liggen ongeveer op dezelfde hoogte als bij de basis regressiemodellen en schommelen rond de 2%. De gehele specificatie benadert nog steeds de 5% p-waarde maar de interactievariabelen zijn verre van significant. Er is ook gewerkt met interacties tussen cultuur en de dummy 'Sector' die voor een veel kleinere sample van de steekproef zorgt. De basis regressiemodellen lieten reeds uitschijnen dat culturele verschillen tussen bidder en target geen significant effect hebben op de waardecreatie bij F&O-aankondiging. De interacties zijn vervolgens opgemaakt om te achterhalen of de impact van cultuurverschillen, op de waardecreatie bij F&O's, afhankelijk is van de context. Zo is het mogelijk dat de impact van culturele diversiteit verschilt naargelang de F&O's intra- of intersectoraal is. De resultaten uit tabel 16 bevestigen echter de bevinding dat cultuur niet uitmaakt. Ook niet wanneer er bijvoorbeeld met cash betaald is geweest voor de overname of binnen dezelfde sector wordt gewerkt, zoals kan opgemerkt worden aan de significantiewaardes. De conclusie die hieruit kan worden afgeleid is dat cultuur van ondergeschikt belang is bij F&O's terwijl het economische aspect primeert.⁶

⁶ De resultaten met CAR [0, +1], CAR [-2, +1] en CAR [-2, +2] als afhankelijke variabelen zijn consistent met tabel 16.

7 Conclusie

Deze masterproef onderzoekt de invloed van cultuurverschillen op de waardecreatie bij aankondiging van grensoverschrijdende fusies en overnames. Culturele verscheidenheid tussen bidder en target kan er namelijk voor zorgen dat de waardecreatie wordt beïnvloed door bijvoorbeeld verschillen in taal, religie of niveau van corruptie. De waarde wordt voorgesteld door de cumulative abnormal returns (CAR's).

Binnen het onderzoek is eerst nagegaan wat de impact is van grensoverschrijdende F&O-aankondigingen op de waardecreatie. Bijgevolg is een event study opgesteld om de CAR's in kaart te brengen. Er kan geconcludeerd worden dat een grensoverschrijdende F&O-aankondiging waarde creëert voor de Europese beursgenoteerde bidder. Dit resultaat ligt niet in lijn met de eerste hypothese die is opgesteld, aangezien er wordt verwacht dat zulke aankondiging geen effect heeft op de waardecreatie. Bidder ondernemingen zouden namelijk de neiging hebben om targets te overwaardenen waardoor er mogelijk teveel wordt betaald en vervolgens waarde wordt vernietigd. Het resultaat toont echter aan dat er waarde wordt gecreëerd. Vervolgens is de impact onderzocht van culturele verschillen tussen bidder en target op de waardecreatie. Hypothese 2 stelt dat culturele verschillen waardevernietigend zijn door de negatieve invloed die ze zouden hebben op de productiviteit en efficiëntie van ondernemingen die betrokken zijn in F&O-deals. De resultaten tonen echter aan dat ook de tweede hypothese niet wordt gevolgd. De proxy's voor culturele verscheidenheid die gebruikt zijn binnen het onderzoek vertonen geen betekenisvolle impact op de waardecreatie. Binnen de analyse zijn bijgevolg interacties opgesteld om te kijken wanneer of in welke situaties cultuur van belang is. De interactievariabelen voegen echter geen toegevoegde waarde toe waardoor met zekerheid gezegd kan worden dat culturele verschillen tussen bidder en target geen betekenisvolle impact heeft op de waardecreatie bij een F&O. Cultuur is met name van ondergeschikt belang in vergelijking met economische aspecten.

Dit onderzoek is uitgegaan van Europese beursgenoteerde bidders en wereldwijde targets terwijl de meeste studies slechts één of enkele landen bestuderen. Toch kan er nog progressie gemaakt worden inzake de representativiteit van dit onderzoek. Europa staat bekend om zijn multiculturele samenleving waardoor het misschien minder moeite heeft om met de culturele verschillen van de target om te gaan in vergelijking met bijvoorbeeld een Aziatisch land. Een bijdrage voor toekomstig onderzoek zou dan inhouden om een ruimere steekproef met meer economieën te gebruiken. De toegang tot andere, grotere databases is in dit geval vereist om meer dan enkel gegevens van Europese ondernemingen te verkrijgen.

8 Bibliografie

- Ahern, K. R., Daminelli, D. & Fracassi, C. 2012. Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. **Journal of Financial Economics**.
- Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. 2001. New evidence and perspectives on mergers. **Journal of Economic Perspectives**, 15: 103-120.
- Amadeo, K., 2014. Foreign Direct Investment (FDI): Definition, Advantages and Disadvantages. **About news & issues**.
- Asquith, P., Bruner, R. F., & Mullins, D. W. 1983. The gains to bidding firms from merger. **Journal of Financial Economics**, 11: 121–139.
- Avery, C., Gestrin, M., Kothe, E., 2014. International investment stumbles into 2014 after ending 2013 flat. **OECD Statistics**.
- Barbopoulos, L., MacInnes, C., Marshall, A. & McColgan, P. 2013. Foreign direct investment in emerging markets and acquirers' value gains, **International Business Review**, 23: 604-619.
- Barkema, H., & Vermeulen, F. 1998. International Expansion through Start up or Acquisition: A Learning Perspective. **The Academy of Management Journal**, 41: 7-26
- Barkema, H. & Vermeulen, F. 2001. Learning through acquisitions. **Academy of Management Journal**, 44(3): 457.
- Barney, J. B. 1988. Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. **Strategic Management Journal**, 9: 71-78.
- Barsoux, J. L. & Schneider, S. C. 2003. Managing across cultures (2nd ed.). **Harlow: Prentice Hall**.
- Belga, 2001. Hewlett-Packard koopt Compaq. **Gazet Van Antwerpen**.
- Belga, 2014a. Buitenlandse investeringen in België fors hoger in 2013. **De Morgen**.
- Belga, 2014b. Electrolux neemt huishoudtoestellen General Electric over. **Het Laatste Nieuws**.
- Berger, A.N., DeYoung, R. & Udell, G.F., 2001. Efficiency barriers to the consolidation of the European financial services industry. **European Financial Management**, 7: 117–130.
- Björkman, I., Stahl, G. K. & Vaara, E. 2007. Cultural differences and capability transfer in cross-border acquisitions: the mediating roles of capability complementarity, absorptive capacity, and social integration. **Journal of International Business Studies**, 38(4): 658.
- Blackwell, D.W. Marr, W. & Spivey, M.F., 1990. Plant-Closing Decisions and the Market Value of the Firm. **Journal of Financial Economics**, 26: 277-288.
- Bleeke, J. & Ernst, D. 1991. The way to win in cross-border alliances, **Harvard Business Review**, 69(6):127-135.
- Blose, L.E. & Shieh, J.C.P. 1997. Tobin's q-Ratio and Market Reaction to Capital Investment Announcements. **The Financial Review**, 32: 449-476.
- Bottazzi, L., Da Rin, M. & Hellmann, T. 2010. The importance of trust for investment: evidence from venture capital. **Universita Bocconi Working Paper**.
- Bowditch, J. L., Buono, A. F. & Lewis, J. 1985. When cultures collide: The anatomy of a merger. **Human Relations**, 38(5): 477-500

- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E.H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. **Journal of Financial Economics**, 21: 3-40.
- Brickley, J., Jarrell, G.A. & Netter, J. 1988, The market for corporate control: The empirical evidence since 1980, **Journal of Economic Perspectives**, 2: 49-68.
- Buch, C. M. & DeLong, G. 2003. Cross-border bank mergers: What lures the rare animal? **Journal of Banking Finance**, 28: 2077-2102.
- Cakici, N., Hessel, C. & Tandon, K. 1996. Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms. **Journal of Banking & Finance**, 20: 307-329.
- Caloh, R. Lubatkin, M. & Very, P. 1996. A cross-national assessment of acculturative stress in recent European mergers. **International Studies of Management and Organization**, 26(1): 59-86.
- Capron, L. & Pistre, N. 2002. When do acquirers earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**, 23: 781-794.
- Cartwright, S. & Cooper, C. L. 1992. Mergers and acquisitions: The human factor, **Oxford: Butterworth Heinemann**.
- Cebenoyan, A. S., Papaioannou, G. J. & Travlos, N. G. 1992. Foreign Takeover Activity in the U.S. and Wealth Effects for Target Firm Shareholders. *Financial Management*, 21(3): 58-68.
- Chakrabarti, R., Gupta-Mukherjee, S. & Jayaraman, N. 2009. Mars-Venus marriages: Culture and cross-border M&A. **Journal of Business Studies**, 40(2): 216-236.
- Chan, S., Gau, G., & Wang, K. (1995). Stock market reaction to capital investment decisions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 30: 81-100.
- Charoenwong, C., Chung, K.E. & Wright, P., 1997. Investment Opportunities and Market Reaction to Capital Expenditure Decisions. **Journal of Banking and Finance**, 22: 41-60.
- Chatterjee, S., Lubatkin, M. H., Schweiger, D. M., & Weber, Y., Cultural differences and share- holder value: Explaining the variability in the performance of related mergers, **Strategic Management Journal**, 13(5): 319-334.
- Chaudhry, M., Gart, A. & Knapp, M. (2006). The impact of mean reversion of bank profitability on post-merger performance in the banking industry. **Journal of Banking & Finance**, 30(12): 3503
- Cooke, T. 1988. International mergers and acquisitions, **Oxford et al.: Blackwell**.
- Craninckx, K. & Huyghebaert, N. 2011. Can stock markets predict M&A failure? A study of European transactions in the fifth takeover wave. **European Financial Management**, 17: 9-45.
- Crookell, L. H., Emerson, M., Gallais-Hamonno, G. & Reuber, G., 1973. Private foreign investment in development. **Oxford: Clarendon Press**.
- Cuervo-Cazurra, A. 2006. Who cares about corruption? **Journal of International Business Studies**, 37: 807–822.
- Datta, D. K. 1991. Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration, **Strategic Management Journal**, 12(4): 281 -298.
- Datta, D. K., Grant, J. H. & Rajagopalan, N. 1991. Management incompatibility and post-acquisition autonomy: Effects on acquisition performance, in: Shrivastava, P., Huff, A., and Dutton, J. (Eds.), *Advances in Strategic Management*. **Greenwich, CT: JAI Press**, 7.
- Datta, D. K., & Puia, G. 1995. Cross-border acquisitions: an examination of the influence of related and cultural fit on shareholder value creation in U.S. acquiring firms. **Management International Review**, 35: 337–359.

- Denis, D.J., Denis, D.K., & Yost, K. 2002. Global diversification, industrial diversification and firm value. **Journal of Finance**, 57(5): 1951–1979.
- De Prijcker, S. (2014). **Onderzoeksmethodologie Financieel Management**. Antwerpen: Katholieke Universiteit Leuven.
- Ding, D. K., & Sun, Q. 1997. The Information Content of FDI Announcements: Evidence from an Emerging Market. **International Review of Financial Analysis**, 6: 63-76.
- Dodd, P. & Ruback, R. 1977. Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis. **Journal of Financial Economics**, 5: 351-374.
- Doukas, J., & Travlos, N., 1988, The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions, **Journal of Finance**, 43: 1161-1175.
- Draper, P., & Paudyal, K. 2006. Acquisitions: Private versus public. **European Financial Management**, 12: 57–80.
- Egger, P. & Winner, H. 2005. Evidence on corruption as an incentive for foreign direct investment. **Journal of Political Economy**, 21: 932–952.
- Erel, I., Liao, R.C., Weisbach, M.S., 2012. Determinants of cross-border mergers and acquisitions. **Journal of Finance**, 67: 1031–1043.
- Eun, C. S., Kolodny, R. & Scheraga, C. 1996. Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Tests of the synergy and ?internalization hypotheses. **Journal of Banking and Finance**, 20(9): 1559-1582.
- Everett, C. 2007. Abnormal Returns From International Acquisitions. **FinWorld**.
- Feito-Ruiz, I. & Menendez-Requejo, S. 2011. Cross-border mergers & acquisitions in different legal environments. **International Review of Law and Economics**. 31(3): 169-187.
- Francis, B. B., Hasan, I. & Sun, X. 2008. Financial market integration and the value of global diversification: Evidence for US acquirers in cross-border mergers and acquisitions. **Journal of Banking & Finance**, 32: 1522–1540
- Frank, J., Harris, R. & Titman, S. 1991. The Post-merger Share-price Performance of Acquiring Firms, **Journal of Financial Economics**, 29: 81-96.
- Franks, J. & Harris, R. 1989. Shareholder wealth effect of corporate takeovers: The U.K. experience 1955-85, **Journal of Financial Economics**, 23: 225-250.
- Gombola, M. J. & Tsetsekos, G. P., 1992. The Information Content of Plant Closing Announcements: Evidence from Financial Profiles and the Stock Price Reaction. **Financial Management**, 21: 31-40.
- Görg, H., & Greenaway, D., 2004. Much Ado about Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit from Foreign Direct Investment?. **The World Bank Research Observer**, 19(2): 171-197.
- Guiso, L., Sapienza, P. & Zingales, L. 2009. Cultural biases in economic exchange? **Quarterly Journal of Economics**, 124(3): 1095–1131.
- Harris, R. & Ravenscraft, D. 1991, The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the U.S. stock market, **Journal of Finance**, 46: 825-843.
- Hill, C., Hwang, P., & Kim, W. C. 1991. An eclectic theory of the choice of international entry mode. **Strategic Management Journal**, 11: 117–128.
- Hoffmeister R. & Kummer, D. 1978. Valuation Consequences of Cash Tender Offers. **The Journal of Finance**, 33: 505-516.
- Hofstede, G. 1980. Culture's consequences: International differences in work-related values, **Beverly Hills: Sage Publications**.
- Hofstede, G. Cultural tools, country comparison. <http://geert-hofstede.com/countries.html> (07/04/2015)

- Hwang, B. H. 2011. Country-specific sentiment and security prices. **Journal of Financial Economics**, 100(2): 382–401.
- Investopedia. Abnormal Return. <http://www.investopedia.com/terms/a/abnormalreturn.asp> (03/11/2014).
- Jarrell, G. A., Poulsen, B. 1989. The returns to acquiring firms in tender offers: evidence from three decades. **Financial Management**, 18(3): 12-19.
- Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. 1986. Corporate acquisitions: A process perspective. *Academy of Management Review*, 11(1): 145-163.
- Konings, J., 2001. The effects of foreign direct investment on domestic firms, evidence from firm-level panel data in emerging economies. **Economics of Transition**, 9 (3): 619:633.
- Lang, L.H.P. & E. Ofek, 1995, Why do firms invest in Eastern Europe? **European Financial Management**, 1: 147-171.
- Langetieg, T. C. 1978. An Application of a Three Factors Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger. **Journal of Financial Economics**, 6: 365-384.
- Larsson , R. & Lubatkin, M. 2001. Achieving acculturation in mergers and acquisitions: an international survey. **Human Relations**, 54(12): 1573.
- Li, S., Tse, D. & Zhou, D., 2002. The impact of FDI on the productivity of domestic firms: the case of China. **International Business Review**, 11(4): 465-488.
- Ligtenberg, L. 1994. Aandeelhouders over de streep bij vorming van Paramount-Viacom. **NRC Handelsblad**
- Loderer, C. & Martin, K. 1990. Corporate acquisitions by listed firms: The experience of a comprehensive sample, **Financial Management**, 19: 17-33.
- Lubatkin, M. 1987. Merger strategies and stockholder value, **Strategic Management Journal**, 8: 39-53.
- MacKinlay, C. 1997. Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature**, 35(1):13-39.
- Mahate, A. A. & Sudarsanam, P. S. 2003. Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: The UK evidence. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 30: 299–341.
- Margaritis, S. 2014. Wat is de oorzaak van de crisis? **Europese Commissie**.
- Masulis, R. 1980. The effects of capital structure change on security prices. **Journal of Financial Economics**, 8: 139-178.
- McCallister, J. 2014. Acculturation: Definition, Theory & Examples. <http://education-portal.com/academy/lesson/acculturation-definition-theory-examples.html#lesson> (17/12/2014).
- McConnell, J., & Muscarella, C. 1985. Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. **Journal of Financial Economics**, 14: 399-422.
- Meers, K., & Verbraeken, P. 2000. Mannesmann gaat toch in op bod van Britse Vodafone AirTouch. **Het Belang Van Limburg**.
- Mirvis, P. H. & Sales, A. L. 1984. When cultures collide: Issues in acquisition, in: Kimberly, J. R. and Quinn, R. E. (Eds.), *New futures: The challenge of managing corporate transitions*, **Hamewood, IL: Dow-Jones**: 107-133.
- Moeller, B. S., Schlingemann, P. F., & Stulz, M. R. 2004. Firm size and gains from acquisitions. **Journal of Financial Economics**, 73: 201–228.
- Montgomery, C. & Singh, H. 1987. Corporate acquisitions strategies and economic performance, **Strategic Management Journal**, 8: 377-386.
- Morosini, P., Shane, S. & Singh, H. 1998. National cultural distance and cross-border acquisition performance. **Journal of International Business Studies**, 29: 137–158.

- Naik, G. & Raghavan, A. 2000. Vodafone, Mannesmann Set Takeover At \$180.95 Billion After Long Struggle. **The Wall Street Journal**.
- Neuhaus, M., **The impact of FDI on Economic Growth, An Analysis for the Transition Countries of Central and Eastern Europe**. Heidelberg: Physica-Verlag
- Page, S. E., 2007. Difference: How the Power of Diversity Creates Better Groups, Firms, Schools and Societies. **Princeton University Press**, Princeton,NJ.
- Porter, M. E. 1987. From competitive advantage to corporate strategy, **Harvard Business Review**, 65(3):43-59.
- Raveh, A., Shenkar, O. & Weber, Y. 1996. National and corporate cultural fit in mergers/acquisitions: an exploratory study. **Management Science**, 42(8): 1215–1227.
- Reuters. 2000. Duitse Mannesmann legt duimen voor Britse Vodafone. **De Standaard**.
- Roll, R. 1986. The Hubris Hypothesis Of Corporate Takeovers, **Journal of Business**, 59: 197-216.
- Salter, M. S. & Weinhold, W. A. 1979. Diversification through acquisition: Strategies for creating economic value, **New York: Free Press**.
- Sepe, J.F. & Statman, M., Project Termination Announcements and the Market Value of the Firm. **Financial Management**, 18: 74-81.
- Seth, A. 1990. Value creation in acquisitions: An empirical investigation, **Strategic Management Journal**, 11: 431 -446.
- Shelton, L. M. 1988. Strategic business fits and corporate acquisition: Empirical evidence, **Strategic Management Journal**, 9(3)279-287.
- Smolders, D. & Visser, N. Economische crisis. **Parlementair Documentatie Centrum - Universiteit Leiden**
- Snow, C. & Woolridge, J.R., 1990. Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions. **Strategic Management Journal**, 11: 353-363.
- Stahl, G. K. & Voigt, A. 2007. Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and examination. **Organization Science**, 19: 160-176.
- Vermaelen, T. & Xu, M. 2013. Acquisition Finance and Market Timing. **London School of Economics**.
- Walters, L. 2011. Overheden grote spelers op internationale investeringsmarkt. **Mondiaal Nieuws**.
- Wei, S. 2000. How taxing is corruption on international investors. **Review of Economic and Statistics**, 82(1): 1–11.
- Zarowin, P. 1989. Does the stock market overreact to corporate earnings information? **Journal of Finance**, 44: 1385- 1399.

Bijlage 1

Tabel B.1 Industry Classification Benchmark (ICB) Level 1: Industries

ICB Code	Code for building Stoxx mnemonics	Industry	Datastream abbreviation
0001	O1	Oil & Gas	OIL & GAS
1000	BM	Basic Materials	BASIC MATS
2000	ID	Industrials	INDUSTRIALS
3000	CG	Consumer Goods	CONSUMER GDS
4000	H1	Health Care	HEALTH CARE
5000	CS	Consumer Services	CONSUMER SVS
6000	T1	Telecommunications	TELECOM
7000	U1	Utilities	UTILITIES
8000	FN	Financials	FINANCIALS
9000	G1	Technology	TECHNOLOGY

FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSWETENSCHAPPEN
CAMPUS CAROLUS ANTWERPEN
KORTE NIEUWSTRAAT 33
2000 ANTWERPEN
TEL. + 32 3 201 18 40
FEB.ANTWERPEN@KULEUVEN.BE

