

Synergie en sector invloeden op acquisitieresultaat

Master scriptie

PMB ROTTERDAM SCHOOL OF MANAGEMENT

Oktober 20, 2015

Opgesteld door: Joren van der Linden (403772)

Begeleider: Dhr. R. van Wijk

Meelezer: Dhr. R. Olie

Inhoud

1.	Introductie.....	3
2.	Theoretische achtergrond.....	7
	Acquisitie resultaat.....	7
	Synergie	8
	Sector.....	9
	Ervaring	11
	Conceptueel model	13
3.	Data & Methodologie	14
	Steekproef.....	14
	Dataset	15
	Cumulatief abnormale rendement	15
	Onafhankelijke variabelen.....	17
	Controlevariabele.....	18
	Data analyse.....	19
4.	Resultaten.....	20
	Hypothese 1:	20
	Hypothese 2:	20
	Hypothese 3:	20
	Effecten van controle variabele.....	21
5.	Conclusies.....	24
	5.1 Limitaties.....	26
	5.2 Managerial implications.....	27
	Bibliografie	28

1. Introductie

De markt voor fusies en acquisities heeft in 2014 een recordhoogte bereikt sinds het uitbreken van de crisis in 2008. Gestuwd door het grote aantal mega-acquisities van minimaal vijf miljard dollar, bereikte de totale waarde van alle overnames in 2014 de som van 3,5 biljoen Dollar (Forbes, 2015). Dit ondanks de constante stroom aan bewijs dat post-acquisitie resultaten van de acquirerende onderneming vaak teleurstellend zijn (Weber, Tarba, & Öberg, 2014 ; Haleblan et al, 2009).

Wekelijks zijn aankondigingen voor overnames voer voor beurshandelaren om een aandeel te herwaarderen met de nieuwe informatie die ze hebben verkregen. De grootste herwaarderingen, gemeten aan de hand van het cumulatieve abnormale rendement (CAR), zijn vaak te vinden bij ondernemingen die overgenomen worden. Meer bescheiden lijken vaak de koerssprongen van de acquirerende partij, terwijl toch beide partijen van de overname willen profiteren (Campa & Hernando, 2004; Datta et al, 1992; Moeller et al, 2005). Theoretisch zou de waarde van de gecombineerde ondernemingen gereflecteerd moeten worden in de prijs van een aandeel nadat bekend wordt dat beide bedrijven gecombineerd verder gaan (Montgomery & Singh, 1987 ; Barney, 1988 ; Sirower, 1997). Dat dit in de praktijk vaak anders is, kan te maken hebben met analisten of investeerders die de synergievoordelen anders inschatten dan de acquirerende onderneming of zwakke punten zien in het plan van de overname (Luo, 2005).

Er zijn vele onderzoeken die ingaan op de gevolgen van acquisities op de aandelenkoers van de acquirerende partij. Veel van deze onderzoeken ondersteunen de stelling dat synergiën van een acquisitie gereflecteerd worden op de koers van het aandeel van de acquirerende onderneming (Krishnan, Krishnan, & Lefanowicz, 2009; King, Dalton, Daily, & Covin, 2004). Echter geen van deze onderzoeken maakt tijdens het onderzoek een onderscheid in verschillende type synergiën, zoals binnen dit onderzoek in super- en sub-additief, en de verschillen in uitwerking het acquisitieresultaat. Bij super-additieve synergiën is de waarde van twee bedrijven groter als zij samengevoegd zijn, dan wanneer zij los van elkaar zouden opereren. Bij sub-additieve synergiën zijn de kosten van de twee bedrijven lager als zij samengevoegd zijn, dan wanneer zij los van elkaar zouden opereren (Tanriverdi & Venkatraman, 2005). De term *synergie* is allesomvattend voor de waarde creatie na een acquisitie. Echter in het selecteren van een overnamekandidaat kijkt een onderneming veel gedetailleerder naar de synergiën die hij beoogd te creëren. Een overname van een bedrijf om je afzetgebied te vergroten vraagt andere competenties en is strategisch heel verschillend van het overnemen van een leverancier om kosten te kunnen besparen. De verschillende type synergiën zijn zo wezenlijk anders, dat ze ook door zijn aandeelhouders op verschillende manieren benaderd moeten worden. Ze worden immers op verschillende wijze geactiveerd, brengen beide andere risico's met zich mee en de

balans van de onderneming wordt anders beïnvloed. Door het maken van het onderscheid in de synergiën ontwikkelen we een beter begrip van de beoordeling van synergiën door aandeelhouders. Hiermee kunnen we de korte termijn acquisitieresultaat bepalen.

Een reeds bewezen factor die van invloed is op de prestaties van acquisities is ervaring in acquisities. Aan de basis van veel van deze onderzoeken binnen dit kader ligt het perspectief van de lerende organisatie. Het lerende organisatie perspectief beschouwt organisaties als routine gedreven en geschiedenis afhankelijk. Organisaties leren van directe ervaring en ervaring van andere ondernemingen (Levitt & March, 1988). Acquisitie ervaring helpt de onderneming zijn selectie van de prooi te verbeteren, zijn onderhandelings technieken te ontwikkelen, zijn implementatie vaardigheden te vergroten of ontstane synergiën te kunnen signaleren. De wijze waarop een onderneming in staat is om zijn vaardigheden op gebied van acquisities te ontwikkelen is afhankelijk van de mate van ervaring. De huidige literatuur die dieper kijkt naar de karakteristieken van ervaring richt zich veelal op de vergelijkbaarheid wat betreft omvang van de onderneming, de activiteiten van de ondernemingen die eerder zijn geacquireerd, de tijdsspanne tussen twee opeenvolgende acquisities, cultuur, industrie effecten binnen ervaring en verwantschap van activiteiten of de rol van het topmanagement (Haleblian et al., 2009 ; Hutzschenreuter et al., 2014 ; Barkema & Schijven, 2008). De resultaten van onderzoek naar acquisitie ervaring zijn door het gebruik van verschillende methodieken niet altijd in overeenkomst met elkaar. Een deel van de onderzoeken wijzen op een positieve relatie (Lubatkin 1983 ; Zollo & Reuer, 2006 ; Beckman & Haunschild, 2002 ; Singh & Zollo 1998), een klein deel wijst op niet-significante relatie (Zollo & Singh, 2004) en een flink aantal onderzoeken wijzen op een U-vormige significantie waarbij het begin en einde van de U positief is. (Hayward 2002 ; Porrini, 2004 ; Haleblian & Finkelstein 1999 ; Barkema & Schijven, 2008). Dit zou betekenen dat ervaring van bedrijven ook overeenkomstige rendementen zouden moeten tonen na aankondiging van een nieuwe acquisitie, en zelfs positief versterkt als de beoogde synergiën vaker zijn geïmplementeerd. Binnen de bovenstaande onderzoeken staat acquisitie ervaring in directe relatie tot het acquisitieresultaat, maar ook modererende relaties zijn onderzocht. Het aantal onderzoeken waarin acquisitie ervaring als moderator functioneert is alleen zeer beperkt. King et al (2004) rapporteert dat acquisitie ervaring geen modererend effect heeft op de relatie acquisitie en CAR. Echter, het onderzoek van King et al (2004) gebruikt een zeer beperkt tijdsframe van slechts één dag.

Dit onderzoek kan bijdragen aan de verdere ontwikkeling van het concept acquisitie ervaring door de verdieping te zoeken. Zoals eerder genoemd helpt acquisitie ervaring in het ontwikkelen van implementatie vaardigheden. Echter vragen verschillende type synergiën om verschillende wijze van implementatie. Door acquisitie ervaring te verdelen in ervaring in type synergie, kunnen we testen of de specifieke ervaring een modererend effect heeft op acquisitieresultaat.

Acquisitieresultaat wordt niet alleen beïnvloed door bedrijfsspecifieke karakteristieken. Zo hebben Macro-economische en institutionele factoren invloed op het resultaat, maar ook sector karakteristieken is binnen eerder onderzoek een factor gebleken (Haleblian et al, 2009 ; Rumelt, 1991 ; Schmalensee, 1985 ; Wernerfelt & Montgomery, 1988). Naast de directe waarde creatie door synergievoordelen spelen ook de processen om de synergiën te benutten een belangrijke rol. Deze processen worden voor een groot deel beïnvloed door de sector waarbinnen de onderneming opereert (Datta et al., 2005 ; McGahan & Porter, 1997). Het vergelijkend onderzoek tussen sectoren door Yaghoub, Locke en Gibb (2014) toont aan dat in bepaalde sectoren acquisities beter renderen op de lange termijn dan andere. De cumulatieve abnormale rendementen (CAR) op lange termijn zijn voor sectoren zoals de olie en gasindustrie, verzekeringen en machineproductie significant positiever dan sectoren zoals bijvoorbeeld de financiële dienstverlening, waar er significant negatieve lange termijn rendementen werden geconstateerd. De oorzaak van deze afwijkende rendementen zijn niet bekend, maar toont wel signalen van inter-industriële inconsistentie in relatie tot acquisitie resultaat. Met dit onderzoek willen we extra inzicht verschaffen in sector gerelateerde invloeden op acquisitieresultaat.

Een verschil tussen sectoren bij acquisities is het type synergie die zij met de acquisitie voorzien. Kumar (2012) toont dit aan met zijn analyse van de grootste acquisities van elf sectoren. Binnen de technologie sector wordt er voornamelijk gezocht naar acquisities om het concurrentievoordeel te behouden of te versterken, bijvoorbeeld door kennisverbreding of innovatieve producten (of wel super-additief). Binnen minder kennisintensieve sectoren wordt M&A activiteit in het bijzonder gedreven door schaalvoordelen en operationele synergiën (of wel sub-additief).

Chatterjee (1986) en Elgers & Clark (1980) maken een onderscheidt in *resource complementary* en *resource similarity*, ofwel aanvullende middelen versus vergelijkbare middelen. Zij rapporteren binnen hun onderzoek dat acquisities van een bedrijf met aanvullende middelen tot een hoger rendement leiden dan acquisities van een bedrijf met vergelijkbare middelen. Aanvullende middelen is term die past binnen super-additief en vergelijkbare middelen is een term die past binnen het concept van sub-additieve synergiën. Echter dat er veel inconsistentie is binnen dit veld van onderzoek bewijzen Singh & Montgomery (1987) en Shelton (1986). Zij rapporteren dat juist acquisities van bedrijven met vergelijkbare middelen leiden tot een hoger rendement. Daarom is het intressant om te weten of de synergiën die leiden tot waarde creatie worden beïnvloed door de omgeving waarin het bedrijf zich bevindt.

Zoals eerder omschreven blijkt uit eerder onderzoek dat ervaring in acquisities een belangrijk rol kan spelen in de prestaties van acquisities. Wat we echter nog niet weten is of ervaring in de beoordeling van een acquisitie ook gerelateerd wordt aan de sector waarin de overnemende partij zich bevindt. Een overname van een hightech onderneming voor het werven van innovatieve kennis door een lowtech organisatie waarvan de sector zich normaliter richt op kostenbesparingen zou

daarom kunnen leiden tot een ander acquisitieresultaat wanneer deze overname door een hightech onderneming werd gedaan. Een gecombineerd onderzoek waarin de effecten van verschillende synergiën op aandeelhouderswaarde per segment (verdeeld in high- en lowtech) worden gemeten is tot op heden niet verricht. Voor het optimaliseren van aandeelhouderswaarde is dit echter wel relevant, omdat bedrijven hierdoor meer inzicht krijgen in de waardering van hun acquisities. Dit inzicht kunnen ze gebruiken om in de toekomst meer aandeelhouderswaarde met acquisities te creëren.

VRAAGSTELLING

WAT IS DE MODERERENDE INVLOED VAN DE SECTOR EN ERVARING OP DE RELATIE TUSSEN BEOOGDE SYNERGIËN BINNEN EEN ACQUISITIE EN DE AANDELENKOERS VAN HET BEDRIJF?

2. Theoretische achtergrond

Acquisitie resultaat

De prestaties van acquisities worden binnen de huidige literatuur gemeten op drie verschillende wijzen. Door middel van accountingmethodes, abnormale aandeelkoers reacties (CAR) of door het gebruik van subjectieve survey's onder managers worden de resultaten na een acquisitie afgewogen tegen de situatie vooraf. De resultaten verschillen per methode. Onderzoeken op basis van accountingmethodes en de abnormale aandeelkoers reacties impliceren dat het grote deel van de acquisities leidt tot negatieve rendementen. De subjectieve survey's suggereren dat 44-55% van de acquisities niet hun oorspronkelijke doelen behalen (Adolph, et al., 2001 ; Lu, 2004 ; Sudarsanam & Mahate, 2003 ; Papadakis & Thanos, 2010). Voor dit onderzoek is er gekozen om gebruik te maken van CAR methode. Dit is een veel gebruikte methode binnen financieel management en wordt, ondanks de vele kritiek, beschouwd als de meest efficiënt en objectieve methode. De kritiek op deze methode is dat het lastig is om alle ruis statistisch te filteren, omdat er te veel factoren invloed hebben op aandeleprijsen (Brown & Warner, 1985 ; Bacidore et al, 1997). Deze methode is volledig gebaseerd op de efficiënte markten theorie. We veronderstellen hiermee dat alle publieke informatie en toekomstverwachtingen in de prijs van aandelenkoersen zijn verwerkt. Dit betekent voor dit onderzoek dat zodra een overname publiekelijk bekend wordt, de beoogde synergiën zijn verklaart, de eerdere acquisitie ervaringen zijn meegewogen en dit direct in de prijs van het aandeel is verwerkt. Uiteraard is er ook op de efficiënte markten theorie veel kritiek geweest, met name door financieel economen die stellen dat efficiënte markten voor een deel voorspelbaar zijn (een onderdeel waarvoor binnen de theorie geen ruimte is). Vooralsnog overleeft de theorie zijn kritieken en biedt het de basis voor het analyseren van prestaties van acquisities met de CAR-methode (Fama, 1970 ; Malkiel, 2003).

De onderzoeken die gebaseerd zijn op de CAR-methodiek is er weinig consistentie over de invloed van een acquisitie op het cumulatieve abnormale rendement van acquirerende onderneming. Enkele onderzoeken noteren dat zowel de bidder als de prooi over het algemeen een positieve CAR realiseren op de dag van aankondiging. Echter een omvangrijk onderzoek binnen dit veld door Jensen en Ruback (1983) laat zien dat gemiddeld genomen de CAR van de bidder gelijk is aan nul. De gecombineerde CAR van zowel de prooi als de bidder is gemiddeld wel significant positief met een plus tussen de nul en dertien procent. Dit impliceert dat acquisities dus wel degelijk waarde creëren, alleen meer voor de prooi dan voor de bidder.

Naast de onderwerpen die binnen dit onderzoek aan bod komen, zijn er meer factoren die invloed kunnen hebben op de prestatie van een acquisitie en de uitwerking van de aankondiging op het aandeel. De managementstijl binnen de top van beide bedrijven, institutionele factoren, nationale cultuurafstand, en wijze

van betaling zijn allemaal voorbeelden hiervan (Morosini et al, 1998 ; Haleblan & Finkelstein, 1999 ; Datta, 1991 ; Hemmert, 2004 ; King et al. 2004). Binnen dit onderzoek zijn een aantal factoren meegenomen om de resultaten mee te corrigeren. Dit zijn acquisitie ervaring, methode van betaling, relatieve grootte van de onderneming en de leeftijd van de acquirerende onderneming. Deze worden in de sectie methodologie verder toegelicht.

Synergie

Over de verschillende synergiën is veel geschreven. Synergie kan het best als volgt worden gedefinieerd: de contante waarde van de netto additionele kasstroom die wordt gegenereerd door een combinatie van twee ondernemingen, die niet gegenereerd konden worden door een van beide ondernemingen zelfstandig (Ficery, Herd, & Pursche, 2007). In de literatuur worden verschillende synergiën genoemd en van elkaar onderscheiden. Vaak wordt enkel de vereenvoudigde kosten versus omzetsynergiën van elkaar onderscheiden, soms uitgebreid met marktmacht, immateriële, operationele, financiële en management synergiën (Larsson & Finkelstein, 1999 ; Schweiger & Very, 2003 ; Sirower, 1997). Het onderscheid binnen dit onderzoek wordt gemaakt door de verdeling van synergiën in omzet vergrotende synergiën en kostenbesparende synergiën, of door Tanriverdi en Venkatraman (2005) beschreven als super-additieve en sub-additieve synergiën. Sub-additieve synergie is de creatie van economies of scope, i.e. de besparing van kosten door het samenvoegen van middelen. De totale kosten van de middelen na samenvoeging zijn lager dan de totale kosten los van elkaar. Super-additieve synergiën is de meerwaarde die er ontstaat door de complementaire middelen samen te voegen. De meerwaarde uit de samenvoeging is groter dan de middelen los van elkaar (Milgrom & Roberts, 1995).

Na de aankondiging van een acquisitie worden de potentiële synergie gereflecteerd in de cumulatieve abnormale rendementen van het aandeel van de acquirerende onderneming. Theoretisch zou de premium, ofwel het deel van de overnamesom of bod die bovenop de huidige marktwaarde betaald wordt, die de acquirerende onderneming bereid is te betalen een indicator moeten zijn van de verwachte synergiën op lange termijn. Over de werkelijke uitwerking op het aandeel van de bidder is weinig consensus binnen de literatuur. Enkele onderzoeken noteren dat zowel de bidder als de prooi over het algemeen een positieve CAR realiseren op de dag van aankondiging, echter is ook het tegenovergestelde ruim gedocumenteerd (Sirower, 1997 ; Krishnan et al. 2009 ; King et al. 2004 ; Bruner, 2003 ; Chatterjee, 1986).

Na een acquisitie ontstaan er verschillende synergiën op hetzelfde moment waarna het de taak is van de bidder om deze zo snel mogelijk te benutten. De tijdsperiode waarin synergie van de acquisities geactiveerd worden is vaak lang en sommige synergiën worden nooit optimaal benut. De waarde van de type synergiën ten opzichte van de totale waarde die met de acquisitie gecreëerd wordt zijn ook niet gelijkwaardig. Operationele synergiën vertegenwoordigen het grootste deel van de

waarde creatie en zijn vaak ook eenvoudiger te activeren. De waarde die gecreëerd is door synergiën die toerekenbaar zijn aan het vergroten van de omzet of het vergroten van de grotere macht in de markt is kleiner en vraagt om meer inspanning. De sub-additieve synergie, waaronder ook de operationele, worden vaak als eerste geactiveerd omdat ze de meeste waarde vertegenwoordigen, het beste zichtbaar zijn en het eenvoudigste te activeren (Ficery, Herd, & Pursche, 2007 ; Devos, Kadapakkam, & Krishnamurthy, 2009 ; Schweiger & Very, 2003). Hoewel Chatterjee (1986) juist de grootste waarde toedicht aan de synergiën aan de omzetzijde, verwacht ik een positieve relatie tussen synergie (super- en sub-additief) uit acquisities en de creatie van aandeelhouderswaarde, waarbij het abnormale rendement van sub-additieve synergiën positiever is dan die van super-additieve synergiën. De onderzoeken die deze stelling ondersteunen zijn meer recent en ook groter in aantal. Daarnaast meten we binnen dit onderzoek de korte termijn acquisitieresultaat. Omdat sub-additieve synergiën het eenvoudigst te implementeren zijn en vaak als eerste geactiveerd worden is het aannemelijk dat deze ook op korte termijn een sterkere invloed hebben op het resultaat dan super-additieve synergiën. Super-additieve synergiën zijn complexer en brengen ook meer risico's met zich mee. Op basis hiervan is de onderstaande hypothese geformuleerd.

Hypothese 1: Acquisities waarbinnen de sub-additieve synergiën dominant zijn hebben een positievere uitwerking op acquisitie resultaat van de acquirerende onderneming dan voor acquisities met super-additieve synergiën

Sector

Meerdere studies melden dat de condities binnen een bedrijfstak, of wijzigingen hierin, een belangrijke rol spelen in fusies en overnames sinds het begin van deze eeuw (Luypaert & Huyghebaert, 2008). Voor dit onderzoek is er gekozen voor het onderscheid van bedrijfstakken in hightech en lowtech segmenten, omdat beide worden gekenmerkt door unieke eigenschappen. Hightech ondernemingen opereren binnen een dynamische omgeving waarin technologische innovatie wordt beloond en waarbij de sector als geheel vaak minder volwassen zijn. Lowtech ondernemingen opereren juist in een stabiele omgeving waarin het verbeteren van bestaande technologie juist wordt beloond en zitten vaak in volwassen bedrijfstakken. De stabiliteit van de omgeving heeft ook in eerder onderzoek een modererend effect laten zien op de CAR na een acquisitie. Het is dan ook niet vreemd dat beide segmenten ook andere groeistrategieën hanteren. Binnen hightech zijn groeistrategieën voornamelijk gericht op productontwikkeling, marktaandeel en klantenservice, terwijl binnen lowtech organisaties kostenleiderschap dominant aanwezig is (McNamara et al., 2008 ; Porrini, 2004 ; Covin et al., 1990). Vergelijkende onderzoeken tussen sectoren toont aan dat in bepaalde sectoren acquisities beter renderen op de lange termijn dan andere. De abnormale rendementen op lange termijn zijn voor sectoren zoals de olie en

gasindustrie, verzekeringen en machineproductie significant positiever dan sectoren zoals bijvoorbeeld de financiële dienstverlening, waar er significant negatieve lange termijn rendementen werden geconstateerd. Op de korte termijn renderen sectoren als de mijn-, communicatie, en nutsindustrie significant slechter dan bijvoorbeeld de transport of retail sector (Kiyamaz & Baker, 2008 ; Yaghoub, Locke, & Gibb, 2014). Sectoren onderling tonen afwijkende abnormale rendementen na acquisities, maar verschillen ook in de synergiën die zij beogen. Een analyse van de grootste acquisities binnen elf sectoren laten zien dat er per sector verschillende synergiën worden nagestreefd. Acquisities binnen de sectoren Pharma, Technologie, Media & Entertainment, Automotive en Consumentengoederen worden voornamelijk gedreven door super-additieve synergiën. Sub-additieve synergiën zijn dominant binnen de sectoren Telecommunicatie, Energie, Finance, Metaal en Airlines (Kumar, 2012).

Tabel 1: Overzicht van de beoogde synergiën per sector uit het onderzoek van Kumar (2012)

Industrie	Synergiën
Farmaceutisch	Schaalgrootte Marktaandeel Betreden van nieuwe geografische markten Vergroten van technologische mogelijkheden
Telecommunicatie	Kosten van investeringen Cross-selling Verkleinen van kapitaalkosten Inkoop schaalvoordelen
Technologie sector	Verwerven van kennis Nieuwe technologie Gericht op groei
Entertainment & media	Toetreding nieuwe productmarkten Kosten van investeringen
Electrical & Electronic sector	Verwerven van kennis Toetreding nieuwe product markten Verwerven van nieuwe technologieën
Energie Sector	Groeikansen (veel) Toegang tot nieuwe bronnen Besparen van operationele kosten (minder)
Financiën	Cross-selling Economies of scope Toegang tot nieuwe geografische markten
Metaal sector	Economies of scale Vergroten onderhandelingskracht Toegang tot nieuwe geografische markten
Automobiel sector	Economies of scale Groei Vergroten van assortiment
Consumer Goods sector	Toegang tot grotere klantengroep Economies of scale Vergroten van merk bekendheid
Vliegtuigindustrie	Vergroten marktkracht Toegang tot nieuwe markten Kostenbesparing Operationele synergiën

Dat sectoren verschillen op gebied van acquisities wordt ook ondersteund door Mantravadi en Vidyahar Reddy (2008). Het onderzoek dat zij hebben uitgevoerd onder Indiase bedrijven toont dat de operationele resultaten van gefuseerde ondernemingen in verschillende bedrijfstakken kleine variaties laten zien. In de financiële sector is een kleine winstgevendheid te zien. De farmaceutische industrie, textiel en elektrische apparatuur zagen een kleine negatieve impact op operationele prestaties. Chemische industrie en Agrarische-product sectoren lieten een significante daling zien in de winstmarges en rendement op investeringen. Dat acquisities verschillende kenmerken vertonen binnen diverse sectoren is zojuist aangetoond. Op basis van de literatuur zouden super-additieve synergiën beter passen in een hightech omgeving en sub-additieve binnen een lowtech omgeving. Het is interessant om te weten of super-additieve synergiën voor hightech ondernemingen ook daadwerkelijk de meeste waarde creëren, of zouden ze juist beter sub-additieve synergiën moeten zoeken in toekomstige acquisities. Als een onderneming afwijkende synergiën beoogd binnen een acquisitie dan de synergiën die voor zijn sector meer gangbaar zijn, wordt dit dan beloond in aandeelhouderswaarde of juist afgestraft? De hypothese is geformuleerd op basis van de veronderstelling dat de meest gangbare synergiën voor iedere sector ook daadwerkelijk de meeste waarde creëren voor de bedrijven die zich in deze sector bevinden. Op basis hiervan is hypothese twee geformuleerd.

Hypothese 2: Acquisities gebaseerd op super-additieve synergiën leiden tot een hogere acquisitie resultaten wanneer deze plaats vinden in een hightech omgeving en acquisities met sub-additieve synergiën leiden tot betere rendementen in een lowtech omgeving.

Ervaring

Er bestaat een grote verscheidenheid aan studies naar de invloed van acquisitie ervaring op het acquisitieresultaat. Over het algemeen tonen deze onderzoeken een significant positieve relatie, slechts een enkeling rapporteert een negatieve invloed of niet-significante invloeden. Binnen de studies die de CAR-methode hebben gebruikt komen positieve relaties of een U-vormige relatie voor. (Laamanen & Keil, 2008 ; Fowler & Schmidt, 1989 ; Trichterborn, Zu Knyphausen-Aufsess, & Schweizer, 2015 ; Barkema & Schijven, 2008). De U-curve kan worden verklaard door dat bedrijven zonder ervaring geen ongepaste generalisatie fouten kunnen maken. Ook organisaties met een aanzienlijke hoeveelheid ervaring presteren beter, omdat zij deze ervaring weten te gebruiken om acquisities op een goede wijze van elkaar te onderscheiden. Organisaties in de tussenliggende fases zijn minder vaak succesvol. Ook de ervaring van de adviseurs, die binnen acquisities vaak een belangrijke rol spelen, heeft een significante invloed op het resultaat. Zo betalen bedrijven die worden bijgestaan door adviseurs met veel ervaring minder hoge premiums. (Kim & Haleblan, 2011 ; Haleblan & Finkelstein, 1999 ; Hayward 2002). Een vreemde eend in de bijt binnen dit veld is het onderzoek van Aktas, De Bodt en Roll (2005). In tegenstelling tot de eerder genoemde onderzoeken is een afnemende CAR volgens hen juist het bewijs van

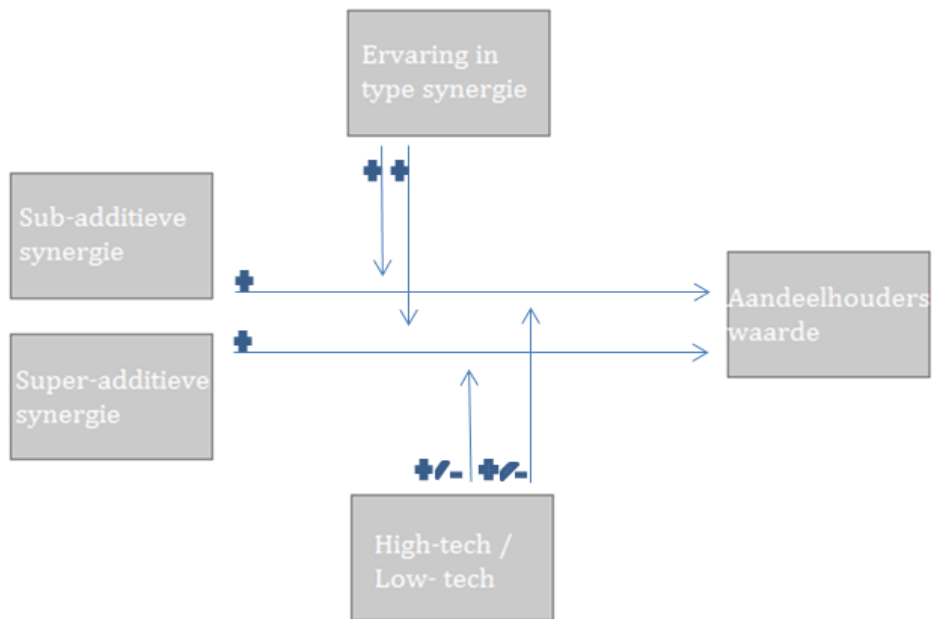
de invloed van ervaring. Zij stellen dat een afnemende CAR het resultaat is van het beter inschatten van de synergiën en het vergroten van de onderhandelingscapaciteiten. Echter gaan zij voorbij aan het feit dat wanneer de CAR positief is (0+), dit juist het resultaat is van een goede deal in het perspectief van de bieder. Een afnemende CAR is alleen positief te beschouwen, en een teken van positieve invloed van ervaring, indien deze trend zich voordoet met een negatieve CAR (0-).

Als we meer kijken naar de specifieke relatie van ervaring in de beoogde synergie, en dan met name het implementeren of benutten van de synergiën, stellen Haspeslagh en Jemison (1987) dat de verschillende type synergiën leiden tot verschillende type van voordelen en problemen. Dit betekent ook dat ervaring opgebouwd in het managen van sub-additieve synergiën niet automatisch helpt bij het oplossen van problemen bij het benutten van super-additieve synergiën. Dit is in overeenstemming met Haleblan en Finkelstein (1999) waarin acquisities die lijken op voorgaande acquisities beter presteren dan wanneer de voorgaande acquisities erg afwijkend zijn.

Wanneer een onderneming ervaring heeft in het samenvoegen van productiefaciliteiten of in het lokaliseren van dubbele kosten, helpt deze ervaring dan ook bij het succesvol implementeren van activiteiten in nieuwe geografische markten? Deze vraag zouden op eerste ingeving negatief beantwoorden. Om die reden splitsen we binnen dit onderzoek acquisitie ervaring naar type synergie en gaan we testen of deze een rol speelt in de beoordeling van een acquisitie. We gaan hierbij uit van het onderzoek van Haleblan en Finkelstein (1999) dat acquisities die vergelijkbaar zijn aan voorgaande acquisities, dus hoge mate van ervaring in type synergie, beter presteren dan wanneer ze afwijkend zijn. Op basis hiervan is hypothese drie geformuleerd.

Hypothese 3: Hoge mate van ervaring in het acquireren van ondernemingen met super- of sub-additieve synergie oogmerk wordt positief gereflecteerd in het resultaat van acquisities met dezelfde synergiën.

Conceptueel model



3. Data & Methodologie

Om mijn hypotheses te testen is dit onderzoek kwantitatief en descriptief worden opgezet om zo op basis van een groot aantal acquisities bovenstaande relaties bloot te leggen. Mijn onderzoek richt zich op Amerikaanse bedrijven die genoteerd staan binnen NASDAQ. Alle informatie van bedrijven binnen de NASDAQ is publiekelijk bekend, de index bevat een groot aantal bedrijven met tevens een grote verscheidenheid aan industrieën. Door bedrijven vanuit één index te selecteren kan de CAR worden gecorrigeerd met het abnormale rendement van de gehele index in dezelfde periode.

Het onderzoek bestaat uit acquisities uit de periode 2011-2013 waarbij de geacquireerde ondernemingen enkel uit de Verenigde Staten komen. Van deze periode kunnen we veronderstellen dat deze voldoende oud is om alle informatie te kunnen verzamelen, doch voldoende recent is om de resultaten ook op de huidige markt te kunnen reflecteren. Alle acquisities zijn afkomstig uit de Thomson SDC M&A databank.

Steekproef

De observaties/onderzoeksubjecten zijn afkomstig uit een selecte steekproef. Om tot de selectie te behoren dient een acquisitie te voldoen aan minimale eisen. Zo dient het mogelijk te zijn om uit openbare informatie de beoogde synergiën te herleiden. Dit kan zijn uit een officieel persbericht of uit interviews met direct betrokkenen op de dag van aankondiging. Daarnaast dient de acquisitie een minimale waarde van 10 miljoen USD te vertegenwoordigen. De reden hiervoor is dat grotere acquisities meer aandacht krijgen en vanwege hun omvang ook een grotere impact zullen hebben op de waardering van het aandeel. Alle acquisities zijn ook daadwerkelijk afgerond. Acquisities die uiteindelijk geen doorgang vinden kunnen de resultaten op de CAR met langere tijdframes beïnvloeden, omdat ze binnen deze tijd al gecancelled kunnen zijn. De beschikbare aandeelkoersen zijn opgehaald uit Datastream. Dit geldt voor zowel de koersen die vallen binnen het tijdsframe, alsmede de koersen tot 365 dagen voorafgaand aan aankondigingsdatum. De koersen 365 dagen tot 50 dagen voorafgaand aan de aankondiging worden gebruikt voor de berekening van het normale rendement (estimation period). Hoewel de meeste onderzoeken een periode van 200 dagen kiezen, heb ik voor dit onderzoek gekozen voor een langere estimation period die ook eerder eindigt. De langere estimation period is gekozen omdat er binnen dit onderzoek ook wordt gewerkt met langere tijdframes tot wel zestig dagen. De estimation period stopt een maand voordat het langste tijdframe begint. Hiermee wordt voorkomen dat er effecten van de acquisitie worden meegenomen in het bepalen van het normale rendement. Bedrijven met meerdere acquisities kunnen meerdere keren in de steekproef worden meegenomen.

Dataset

Mijn dataset bestaat uit totaal 320 acquisities plus 310 acquisities die enkel als ervaring zijn meegeteld en geanalyseerd. Van de 320 acquisities zijn er 265 gecodeerd als super-additief en 15 als sub-additief en 25 waarin beide synergiën voorkomen. Van 15 acquisities is niet bekend welke type synergiën er werden beoogd ten tijde van de aankondiging.

De 320 acquisities zijn verdeeld over 207 verschillende bedrijven, waarvan er 45 als lowtech zijn geclassificeerd en 162 als hightech. Cisco is de grootste vertegenwoordiger met tien acquisities. Ook op gebied van de gemeten ervaring is Cisco koploper, tijdens hun acquisities van Whiptail en van Inlet Technologies konden zij bogen over twintig voorgaande acquisities tot vijf jaar terug, allemaal met super-additieve synergie voordelen. De acquisities met de grootste waarde is de acquisitie van Virgin Media door Liberty Global in 2013, deze acquisitie vertegenwoordigde destijds een waarde van meer dan \$ 22 miljard.

Cumulatief abnormale rendement

Van alle acquisities die uit de steekproef naar boven komt zullen de data worden verrijkt. Voor de onafhankelijke variabele nemen we de aandelenkoersen van de bieder over meerdere tijdstippen gemeten. Dag -20 tot Dag + 40, in overeenstemming met het onderzoek van Sudarsanam, Holl en Salami (1996). Maar ook Dag -5 tot +6, in overeenstemming met het onderzoek van Capron en Pistre (2002) en een twee-dagen tijdspad van -1 tot +1 zoals gebruikt door Song en Walkling (2000). Het abnormale rendement is gecorrigeerd door het rendement in dezelfde periode van de gehele index. De data voor de aandelenkoersen zijn afkomstig van Datastream en verwerkt met de EDSC Event study tool van de Erasmus Universiteit.

De CAR is via de volgende stappen berekend:

Ten eerste is het normale rendement gecalculeerd, alvorens het abnormale rendement is vastgesteld. Het normale rendement kan volgens Brown & Warner (1980) op verschillende manieren worden vastgesteld: Mean Adjusted Return, Market Adjusted Return en Market and Risk Adjusted Return.

Voor dit onderzoek is er gekozen voor de Market Adjusted Return, omdat alle acquisities uit dezelfde index afkomstig zijn. Hierdoor worden de bewegingen van individuele aandelen gecorrigeerd voor de gehele index beweging. Op deze wijze worden niet-aandeel specifieke koerswijzigingen gefilterd uit het resultaat. Om het CAR op basis van het Market Adjusted Return te calculeren hebben we de volgende stappen gevolgd (Chouliara, 2012).

Normale rendement (R)

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

Waarbij:

R_{it} = Rendement voor aandeel i op dag t

a_i = Meet het rendement over de periode die niet wordt verklaard door de index beweging

β_i = Meet de gevoeligheid van het aandeel voor de index beweging

R_{Mt} = Rendement van de index op dag t

ε_{it} = Statistische foutmarge met mediaan nul ($\varepsilon_{it} = 0$)

Op basis van bovenstaande formule kan het verwachte rendement voor aandeel i worden berekend.

$$\hat{R}_{it} = \hat{a}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt}$$

Abnormaal rendement (AR)

Voor het calculeren van het abnormale rendement nemen we het verschil tussen werkelijk rendement en het verwachte rendement.

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it}$$

Cumulatief Abnormaal Rendement (CAR)

Alle abnormale rendementen van de dagen binnen het tijdframe worden bij elkaar opgeteld. De formules voor de drie tijdframes zijn als volgt:

$$CAR_{-1,1} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

$$CAR_{-5,6} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

$$CAR_{-20,40} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

Onafhankelijke variabelen

Synergie

Voor de onafhankelijke variabele *Synergie* gebruiken we data die afkomstig zijn van openbare aankondigingen van de bieder betreffende de acquisitie. De teksten zijn inductief gecodeerd, waarbij er tweemaal drie subcategorieën zijn aangemaakt voor super- en sub-additieve synergiën. Binnen de teksten is gezocht of er melding werd gemaakt van synergiën uit de onderstaande categorieën. De synergiën zijn afkomstig uit het onderzoek van Harrison et al (1991). Acquisities waarvan in het persbericht synergiën uit beide hoofdcategorieën genoemd worden komen terecht in de aparte categorie sub- én super-additief.

Tabel 2: Synergie verdeling super- en sub-additief.

Sub-additief	Super-additief
1. Operationele efficiëntie Vb. Overcapaciteit in productie opvullen	1. Aanvullende middelen Vb. cross-selling, aansluitend productengamma
2. Schaalgrootte Vb. Gunstige inkoopcondities	2. Toegang tot kennis en innovaties Vb. patenten
3. Vergelijkbare middelen Vb. dubbele kosten voor twee kantoren per land	3. Distributie Vb. Toegang tot nieuwe geografische markten

Ervaring

Ervaring in type synergie is ook een onafhankelijke variabele binnen dit onderzoek. Ervaring van de acquirerende onderneming in acquisities meten we tot vijf jaar terug. De optelsom van het aantal acquisities vanaf de datum van aankondiging observatie object tot vijf jaar terug. De categorisering in type synergie volgt dezelfde wijze zoals eerder omschreven. Alle acquisities die als ervaring gelden zijn dan gecodeerd in sub- of super-additief. Vervolgens tellen we het aantal sub-additieve en het aantal super-additieve acquisities tot vijf jaar en creëren hiervoor twee aparte variabele. Deze variabele zijn *ervaring super-additief* en *ervaring sub-additief*.

De voorgaande acquisities die als ervaring worden meegeteld dienen aan dezelfde criteria te voldoen als de acquisities die uit de steekproef naar voren komt, met uitzondering van de tijdsperiode waarin de acquisitie plaats heeft moeten vinden en het land van vestiging van de geacquireerde onderneming. Acquisitie ervaring kan immers ook buiten de landsgrenzen zijn opgedaan. Acquisitie ervaring is niet eerder op deze wijze gecodeerd en getest.

Sector

De onafhankelijke variabele *Sector* wordt verdeeld in hightech en lowtech ondernemingen. Dit onderscheid wordt gemaakt op basis van drie- of viercijferige NAICS-codes. Alle NAICS-codes die genoemd worden in het overzicht van Hecker (2005) én in het optimale NAICS code overzicht voor hightech ondernemingen van

Kile en Phillips (2009) worden beschouwd als hightech sectoren. Alleen codes die door beiden worden aangewezen als hightech, zullen ook in dit onderzoek als hightech worden meegeteld. In overeenstemming met het onderzoek van Porrini (2004) zullen de sectoren voeding, tabak, textiel & kleding, hout, papier, chemicaliën, rubber, leer en metaal als lowtech worden gedefinieerd.

Tabel 3: Categorisering van hightech en lowtech industriën op basis van NAICS codes (Hecker, 2005 ; Kile & Phillips, 2009 ; Porrini, 2004), met behulp van siccode.com

NAICS Code	Industrie omschrijving	Hightech of Lowtech
3254	Pharmaceutical and medicine manufacturing	Hightech
3341	Computer and peripheral equipment Manufacturing	Hightech
3342	Communications equipment manufacturing	Hightech
3344	Semiconductor and other electronic component manufacturing	Hightech
3345	Navigational, measuring, electromedical, and control instruments manufacturing	Hightech
5112	Software publishers	Hightech
5179	Other telecommunications	Hightech
5181	Internet service providers and Web search portals	Hightech
5182	Data processing, hosting, and related Services	Hightech
5415	Computer systems design and related Services	Hightech
5417	Scientific research-and-development services	Hightech
3346	Manufacturing and reproducing, magnetic and optical media	Hightech
5416	Management, scientific, and technical consulting services	Hightech
3353	Electrical equipment manufacturing	Hightech
5172	Wireless telecommunications carriers (except satellite)	Hightech
5173	Telecommunications resellers	Hightech
311	Food manufacturing	Lowtech
3122	Tobacco Manufacturing	Lowtech
313	Textile mills	Lowtech
315	Apparel	Lowtech
321	Wood manufacturing	Lowtech
322	Paper Manufacturing	Lowtech
3251	Basic Chemical Manufacturing	Lowtech
3256	Soap, Cleaning Compound, and Toilet Preparation manufacturing	Lowtech
3262	Rubber Product manufacturing	Lowtech
316	Leather and Allied Product manufacturing	Lowtech
331	Primary Metal manufacturing	Lowtech

Controlevariabele

Als controlevariabele binnen dit onderzoek worden de variabele ervaring, methode van betaling, ondernemingsgrootte en ondernemingsleeftijd toegevoegd. Methode van betaling is een ruim gedocumenteerde variabele van invloed op cumulatieve abnormale rendementen na acquisitie aankondigingen. De meerderheid van de onderzoeken melden een significant hogere CAR van de bidder wanneer de acquisitie in contanten betaald wordt dan wanneer het slechts een aandelentransactie betreft. Echter zijn er ook gecombineerde betalingen mogelijk. Iedere acquisitie zal worden gekenmerkt als: alleen contanten, gemixte betaling of alleen in aandelen (Fuller et al. 2002 ; Sudarsanam & Mahate, 2003 ; Haleblan et al, 2006). Zoals al vermeldt in de theoretische achtergrond (H2) wordt binnen event-studies over acquisities met de CAR-methode positieve of u-vormige relaties gevonden tussen ervaring en de het cumulatieve abnormale rendement. Evenals ervaring is ook de grootte van een onderneming een factor. Het effect

van de ondernemingsgrootte komt uitgebreid aan bod in het onderzoek van Moeller et al (2005). Zij tonen de aanwezigheid van dit effect aan. Desondanks is de exacte werking van het effect nog onduidelijk. Ook Guiking (2011) toont een significant effect van ondernemingsgrootte aan met de CAR-methodiek. De leeftijd van een organisatie is door Fowler & Schmidt (1989) aangewezen als significante factor voor post-acquisitie financiële resultaten. Wanneer een organisatie ouder is zou hij meer in staat zijn om zich organisatorisch aan te passen, omdat ze meer veranderingen hebben meegemaakt. Om die reden zullen de cumulatieve abnormale rendementen voor dit effect worden gecorrigeerd.

Data analyse

Met behulp van een meervoudige regressieanalyse op de verzamelde data binnen het softwareprogramma SPSS heb ik de directe en indirecte relaties op de afhankelijke variabele CAR getest. De data is gefilterd op uitbijters op basis van de Mahalanobis distance. Een significantie waarde van minder dan 0,1% (***) wijst op een zeer sterk significant verband, een waarde kleiner dan 1%(**) wijst op een sterk verband, en een significantie waarde kleiner dan 5%(*) op een medium verband en een waarde kleiner dan 10%(+) wijst op een zwak verband.

4. Resultaten

In deze sectie worden de resultaten van de event studie besproken en verklaard. De resultaten van de hypothesen worden per tijdframe behandeld.

Hypothese 1:

Acquisities waarbinnen de sub-additieve synergiën dominant zijn hebben een positievere uitwerking op acquisitie resultaat van de acquirerende onderneming dan voor acquisities met super-additieve synergiën

De resultaten voor het driedaagse tijdframe, beginnend één dag voor aankondiging en eindigend een dag na aankondiging, zijn te vinden in tabel vijf. Binnen dit tijdsframe is er een significant verband gevonden tussen de beoogde synergie en de variantie van de cumulatieve abnormale rendementen. Acquisities met sub-additieve synergiën genereren positievere rendementen dan acquisities waarin super-additieve dominant zijn of waar super- en sub-additieve synergiën in voorkomen. Super-additieve synergiën hebben een negatieve relatie op de CAR, waar de sub-additieve en de acquisities waar beide type synergiën in aanwezig zijn positieve relaties tonen. Binnen de CAR met tijdframe -5/+6 worden in grote lijnen dezelfde resultaten getoond. Echter renderen acquisities binnen dit langere tijdframe acquisities waar beide synergiën beoogd worden opvallende genoeg beter dan de acquisities met enkel sub-additieve synergiën. Binnen het langste tijdframe -20/+40 is er geen enkel significant verband gevonden. Op basis hiervan kunnen we hypothese 1 bevestigen.

Hypothese 2:

Acquisities gebaseerd op super-additieve synergiën leiden tot een hogere acquisitie resultaten wanneer deze plaats vinden in een hightech omgeving en acquisities met sub-additieve synergiën leiden tot betere rendementen in een lowtech omgeving.

Binnen het driedaagse tijdframe is er een zwak significante directe relatie gevonden tussen sector en de CAR. Als modererend effect is hij echter niet significant. Hierbij dient te worden aangemerkt dat de resultaten voor super-additief in combinatie met high-tech niet getoond konden worden in verband met multicollineariteit. De moderator lowtech op sub-additieve synergiën toont weinig afwijking van nul en is tevens niet-significant. Voor het twaalfdaagse en het eenenzestig-daagse tijdframe geldt hetzelfde, ook hier kan een modererend effect niet worden aangetoond. Op basis hiervan kunnen we hypothese twee niet bevestigen.

Hypothese 3:

Hoge mate van ervaring in het acquireren van ondernemingen met super- of sub-additieve synergie oogmerk wordt positief gereflecteerd in het resultaat van acquisities met dezelfde synergiën.

Binnen alle tijdframes kon geen significant effect gevonden worden van acquisitie ervaring in type synergie op de relatie tussen synergie en cumulatief abnormaal rendement. Opgemerkt dient te worden dat de resultaten van het effect van

ervaring in super-additieve synergiën op super-additieve acquisities niet getoond konden worden in verband met multicollineariteit. Op basis van de resultaten uit tabel vijf en zes kunnen we hypothese drie niet bevestigen.

Effecten van controle variabele

De effecten van de controle variabele *methode van betaling* is significant binnen het tijdframe -1/+1, waarbij acquisities die betaald zijn in contanten tot een hogere CAR leiden. Binnen het tijdframe -5/+6 is de *methode van betaling* niet significant. De controle variabele onderneming grootte heeft een niet-significant negatief effect binnen beide tijdframes. De leeftijd van de onderneming is eveneens niet-significant negatief binnen beide tijdframes.

Tabel 4: Correlatietabel van de controlevariabele

	Methode van betaling	Onderneming grootte	Onderneming leeftijd
Methode van betaling	1	,152*	,114
Onderneming grootte	,152*	1	,091
Onderneming leeftijd	,114	,091	1

<i>CAR</i> _{-1,1}	Mean	St. dev.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Full
Constante			,102***	,127***	,092***	,094***	,093***	,094***	X ¹	,096	X ¹	,117**
Variabele												
1. Super en Sub-additief	,085	,279	,064***									,018
2. Super-additief	,864	,343		-,046**					X ¹		X ¹	-,039
3. Sector	,20	,398			,024+			,027+	X ¹			,024+
4. Ervaring Super-additief	2,39	3,480				,000					X ¹	,000
5. Ervaring sub-additief	,19	,504					,001			,003		-,008
Moderatoren												
6. Sub-additief * Lowtech	,021	,145						-,008				-,031
7. Super-additief * Hightech									X ¹			
8. Sub-additief * Ervaring sub-additief										-,004		-,009
9. Super-additief* Ervaring super-additief	,014	,146									X ¹	
R²			,085	,069	,044	,033	,033	,045	X ¹	,032	X ¹	,085
R² Change			,047	,037	,012	,000	,000	,014	X ¹	,000	X ¹	,054
Sign. F Change			,000	,001	,066	,878	,881	,143	X ¹	,954	X ¹	,030
Model significantie			,000	,001	,012	,051	,049	,027	X ¹	,117	X ¹	,007
N			271	272	286	284	286	273	X ¹	273	X ¹	268

Tabel 5: Resultaten meervoudige regressie analyse met tijdsframe van drie dagen beginnend één dag voor de aankondiging tot één dag na de aankondiging. Een significantie waarde van minder dan 0,1% (***) wijst op een zeer sterk significant verband, een waarde kleiner dan 1%(**) wijst op een sterk verband, en een significantie waarde kleiner dan 5%(*) op een medium verband en een waarde kleiner dan 10%(+) wijst op een zwak verband. De genoemde waardes zijn de ongestandaardiseerde coëfficiënten. Modellen waarin X¹ staat konden vanwege multicollineariteit niet worden geanalyseerd.

Tabel 6: Resultaten meervoudige regressie analyse met tijdsframe vijf dagen voor de aankondiging tot zes dagen na de aankondiging. Een significantie waarde van minder dan 0,1% (***) wijst op een zeer sterk significant verband, een waarde kleiner dan 1%(**) wijst op een sterk verband, en een significantie waarde kleiner dan 5%(*) op een medium verband en een waarde kleiner dan 10%(+) wijst op een zwak verband.

<i>CAR</i> _{-5,6}	Mean	St. dev.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Full
Constate			,077+	,119**	,069+	,068+	,071+	,070+	X ¹	,073+	X ¹	,120*
Variabele												
1. Super en Sub-additief	,085	,279	,096***									,010
2. Super-additief	,864	,343		-,073***					X ¹		X ¹	-,076+
3. Sector	,20	,398			,021			,022	X ¹			,016
4. Ervaring Super-additief	2,39	3,480				,001					X ¹	,000
5. Ervaring sub-additief	,17	,466					,012			,013		-,003
Moderatoren												
6. Sub-additief * Lowtech	,021	,145						-,008				-,064
7. Super-additief * Hightech									X ¹			
8. Sub-additief * Ervaring sub-additief										-,007		-,011
9. Super-additief* Ervaring super-additief	,014	,146									X ¹	
R²			,064	,054	,013	,009	,011	,013	X ¹	,012	X ¹	,062
R² Change			,052	,045	,004	,000	,002	,004	X ¹	,003	X ¹	,054
Sign. F Change			,000	,000	,300	,814	,451	,553	X ¹	,638	X ¹	,035
Model significantie			,001	,005	,469	,681	,548	,625	X ¹	,669	X ¹	,065
N			266	272	273	266	269	273	X ¹	266	X ¹	270

5. Conclusies

De resultaten van dit onderzoek tonen geen modererend effect van de sector op de relatie acquisitie synergie en aandeelhouderswaarde. Ook worden er op de hoofdrelatie geen modererende effecten gevonden voor type synergie afhankelijke acquisitie ervaring. Wel kunnen we concluderen dat acquisities met sub-additieve synergiën betere acquisitierresultaten tonen dan acquisities waarin super-additieve synergiën dominant zijn.

Hypothese 1 kunnen we op basis van de regressie resultaten bevestigen. Acquisities met sub-additieve synergiën leiden tot betere acquisitierresultaten op basis van de CAR-methodiek dan acquisities met super-additieve synergiën. Dit is in overeenstemming met onder andere Ficery (2007) en Devos (2009). Binnen het twaalfdaagse tijdframe renderen acquisities met sub- én super-additieve synergiën licht beter dan acquisities met enkel sub-additieve synergiën. Op basis van de ondersteunende literatuur had een relatie zoals binnen het driedaagse tijdframe logischer geweest. Hier vallen acquisities met beide synergiën tussen de twee andere synergiën in qua rendement.

Een verklaring voor de resultaten binnen het twaalfdaagse tijdframe kan worden gevonden in het artikel van Sirower (2006). Hierin wordt betoogd dat de acquisities die beter renderen bestaan uit een mix van verschillende synergiën, variërend in de omzet en de kosten zijde. Er is geen wetenschappelijke verklaring gevonden voor de afwijking tussen de twee tijdframes. Een mogelijke verklaring zou kunnen zijn dat het calculeren van super-additieve synergiën meer tijd kost en daarom ook alleen in CAR met langere tijdframes wordt gereflecteerd.

Hypothese twee is niet bevestigd. De sector waarin de acquirerende onderneming zich bevindt speelt geen modererende rol in de relatie tussen beoogde synergie en acquisitierresultaat gemeten aan de hand van cumulatief abnormale rendementen. De invloed van de hightech sector op super-additieve synergiën kon vanwege multicollineariteit niet worden getest. Het effect van de lowtech sector op de relatie sub-additieve synergiën en acquisitierresultaat is niet significant aangetoond. Deze bevindingen zijn tegenstrijdig aan de hypothese en tegenstrijdig met de literatuur waarop de hypothese gebaseerd is. Het boek van Sirower (1997) biedt een mogelijke verklaring hiervoor. Sirower stelt dat het realiseren van de synergiën meer afhankelijk is van de vaardigheden van het management om het concurrentielandschap binnen de industrie te veranderen. De waardering van synergiën na aankondiging door de markt is daarmee meer afhankelijk van management karakteristieken dan van industrie-karakteristieken. Deze verklaring zou voor de hightech sector passen, omdat dit een zeer dynamische omgeving is waarin het concurrentielandschap ook snel verandert. Nieuwe toetreders of substitutie producten blijven een gevaar voor de continuïteit van de organisatie. Voor de lowtech sector, een stabiele omgeving, is alleen deze verklaring onvoldoende. De concurrentie in de industrieën binnen deze sector is vaak jarenlang ongewijzigd en mogelijkheden om het landschap fors te veranderen zijn

er vaak nauwelijks. Als aanvullende verklaring zou de eenvoud van het calculeren van sub-additieve synergiën kunnen dienen (Devos, Kadapakkam, & Krishnamurthy, 2009). Als de waarde sub-additieve synergiën eenvoudig te calculeren zijn voor alle acquisities, dan is de omgeving waarin deze waarde gecreëerd wordt ook minder relevant. De risico's voor het implementeren van sub-additieve synergiën zijn niet anders in een lowtech omgeving dan in een hightech omgeving.

Ook hypothese 3 is niet bevestigd. De afwezigheid van een significant verband van ervaring op synergistisch niveau draagt bij aan de inconsistentie binnen dit veld van onderzoek. Het effect van super-additieve ervaring op super-additieve acquisities kon vanwege multicollineariteit niet worden getest. Er zijn in het verleden voldoende onderzoeken geweest waarbinnen acquisitie ervaring een niet-significante invloed had op acquisitie resultaat (Wright et al , 2002 ; Hayward, 2002). Onderzoeken naar de rol van ervaring binnen acquisitieresultaat hebben veelal complexe en uiteenlopende resultaten opgeleverd. Acquisities die niet te veel, maar ook niet te weinig op elkaar lijken zouden een positieve uitwerking hebben. Ook de vaker gerapporteerde U-beweging maakt het voor dit onderzoek ingewikkeld om de exacte uitwerking van ervaring vast te stellen (Barkema & Schijven, 2008). Het ontbreekt in dit onderzoek aan aanvullende ervaring specifieke data om de complexe invloed van ervaring goed in beeld te brengen.

Het antwoord op de hoofdvraag van dit onderzoek is dat sector en synergie specifieke ervaring geen modererende invloed hebben op de relatie tussen acquisitie synergie en de aandelenkoers van het bedrijf. Hoewel een ieder van de moderatoren binnen dit onderzoek zijn basis heeft gevonden in de literatuur blijkt dus binnen de dataset van dit onderzoek geen enkele een rol van betekenis te spelen. Het aantal factoren waaruit de prijs van een aandeel is gigantisch, sommige hiervan hebben een grote invloed en van sommige is de invloed niet eens meetbaar. De grote verscheidenheid aan resultaten binnen dit veld van onderzoek toont aan hoe lastig het fenomeen *beurskoersen* wel niet is. Zo zijn er (gedateerde) onderzoeken die claimen dat de lokale weercondities boven wall street van invloed zijn op de ontwikkeling van aandelenprijzen, terwijl recente onderzoeken de invloed van het sentiment op twitter als bewezen factor opwerpt (Chen, Roll, & Ross, 1986). In 2012, halverwege de periode waarbinnen dit onderzoek plaats vindt, werd 84% van de aandelenhandel uitgevoerd door high-frequency computers (Demos, 2012). Vooraf ingestelde parameters reageren in milliseconden op inkomende nieuwsfeiten of op de acties van de computers van een concurrerende firma. De moderatoren binnen dit onderzoek zijn stuk voor stuk rationeel tot stand gekomen, maar de vraag is of ditzelfde ook geldt voor de prijs van aandelen.

5.1 Limitaties

Dit onderzoek kent een aantal limitaties. De dataset is onvoldoende in overzicht. Slechts een kwart van de bedrijven is lowtech en het aantal sub-additieve acquisities zelf maar een fractie van het geheel. Als de dataset beter in balans was geweest hadden er ook meer kruisverbanden getrokken kunnen worden tussen de beoogde synergiën en de sector. Een onevenredig groot deel van de data bestaat uit hightech bedrijven met super-additieve acquisities. Dat er zoveel super-additief synergistische acquisities zijn ten opzichte van sub-additieve acquisities zou ook het gevolg kunnen zijn van de opzet van persberichten. De aankondigingen zouden moeten dienen als informatie voorziening naar de markt, echter is de opzet van de aankondigingen ook een middel van het management om zijn bedrijf positief te presenteren naar zijn aandeelhouders. Hoewel er vanuit de literatuur niet direct aanleiding voor is gevonden, acht ik het aannemelijk dat managers een voorkeur hebben voor het vermelden van meer 'sexy' synergiën zoals toetreding tot nieuwe markten en innovatieve technologieën. Kostenbesparing kan zorgen voor ongerustheid bij het overgenomen bedrijf, omdat het ontslaan van personeel tot een mogelijkheid behoort. Een limitatie binnen dit onderzoek is dat de persberichten mogelijk niet alle beoogde synergiën reflecteren. Wanneer deze limitatie niet aanwezig zou zijn verwacht ik dat de groepen met sub-additieve synergiën, dus ook de groep waar beide synergiën voorkomen, groter worden. Hierdoor verwacht ik dat de effecten van synergie op het cumulatief abnormale rendement zwakker worden, omdat de relatief kleine groep van sub-additieve acquisities nu vertegenwoordigt is door een aantal zeer goed presterende acquisities.

Binnen dit onderzoek zijn alleen V.S. binnenlandse acquisities meegenomen, hoewel de ervaring van buitenlandse acquisities wel is meegeteld. Dit zou een disbalans kunnen veroorzaken omdat buitenlandse acquisities vaker sub- of super-additief kunnen zijn. Wanneer deze limitatie zich niet zou voordoen, en dus ook buitenlandse acquisities in de dataset zouden worden meegenomen, zou na het controleren voor culturele afstand er een beter effect van ervaring op synergie niveau gemeten kunnen worden.

De bedrijven zijn gecategoriseerd in hightech of lowtech op basis van NAICS-codes. Echter zijn veel bedrijven binnen dit onderzoek conglomeraten met tientallen divisies. Slechts één NAICS-code dekt niet alle activiteiten van deze bedrijven. Hiermee ontstaat het risico dat een lowtech divisie van een hightech onderneming een acquisitie pleegt en dus als hightech wordt gerekend. Een meer wenselijke situatie zou zijn wanneer op divisie niveau de acquisities gecodeerd zouden worden in hightech of lowtech, dan zou de data meer op de realiteit gestoeld zijn en zou de invloed van sector betrouwbaar gemeten kunnen worden.

5.2 Managerial implications

Dit onderzoek draagt bij aan het bewust zijn van managers wanneer zij een acquisitie overwegen. Sub-additieve acquisities zijn populairder bij aandeelhouders dan super-additieve acquisities, dit zou beslissing nemers in M&A trajecten kunnen helpen bij het selecteren van overname kandidaten. Tevens kan het managers bewegen om in het uitbrengen van persberichten rondom een overname nog meer nadruk te leggen op de sub-additieve synergiën die ontstaan. De super-additieve synergiën worden vrijwel altijd genoemd, het zijn echter de sub-additieve synergiën die op korte termijn voor rendementen zorgen en ook de minste risico's met zich meebrengen.

Organisaties zullen zich ook zeker moeten afvragen of acquisities ze helpt bij het realiseren van aandeelhouderswaarde. Binnen de wetenschap is al vaker naar voren gebracht dat ze in de praktijk vaak niet of nauwelijks waarde creëren. Ook binnen dit onderzoek verliest gemiddeld genomen de acquirerende onderneming aandeelhouderswaarde na aankondiging van een acquisitie. Een kritische houding richting acquisities is zeker op zijn plaats.

Bibliografie

- Adolph, G., Buchanan, I., Jackson, B., Jones, J., Kihstedt, T., Neilson, G., & Quarls, H. (2001). *Merger Integration: Delivering on a promise*. Booz-Allen and Hamilton.
- Aktas, N., De Bodt, E., & Roll, R. (2005). *Hubris, Learning, and M&A Decisions*. Los Angeles, CA: Anderson Graduate School of Management - Finance. University of California.
- Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., & Thakor, A. V. (1997, mei/juni). The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*, 53(3), 11-20.
- Barkema, H. G., & Schijven, M. (2008). How Do Firms Learn to Make Acquisitions? A Review of Past Research and an Agenda for the Future. *Journal of Management*, 34(3), 594-634.
- Barney, J. (1988). Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis. *Strategic Management Journal*, 71-78.
- Barney, J., Wright, M., & Ketchen Jr, D. J. (2001). The resource-based view of the firm: Ten years after 1991. *Journal of Management*, 625-641.
- Beckman, C., & Haunschild, P. (2002). Network learning: the effects of partners' heterogeneity of experience on corporate acquisitions. *Administrative Science Quarterly*, 47, 92-124.
- Bower, J. L. (2001, Maart). Not all M&A's are alike - and that matters. *Harvard Business Review*, 93-101.
- Bower, J. L. (2001, Maart). Not All M&As are Alike- and That Matters. *Harvard Business Review*, 93-101.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). MEASURING SECURITY PRICE PERFORMANCE. *Journal of Financial Economics*(8), 205 - 258.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985, Maart). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*(14), 3-31.
- Bruner, R. F. (2003). Does M&A Pay? (p. Hoofdstuk 3). University of Virginia Darden.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder Value Creation in European M&A's. *European Financial Management*(10), 47-81.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). WHEN DO ACQUIRERS EARN ABNORMAL RETURNS? *Strategic Management Journal*, 781-794.
- Chatterjee, S. (1986). Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. *Strategic Management Journal*(7), 119-139.
- Chen, N.-f., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of Business*, 59(3), 383-403.
- Chouliara, M. (2012). *Do M&A in U.S during the Late-2000s Recession create value for the*. Rotterdam: Erasmus University Rotterdam.

- Cohen, M., & Bacdayan, P. (1994). Organizational routines are stored as procedural memory: *Organization Science*, 554-568.
- Cohen, W., & Levinthal, D. (1990). Absorptive capacity: a new perspective on learning and. *Administrative Science Quarterly*, 128-152.
- Covin, J. G., Slevin, D. P., & Covin, T. J. (1990, November). Content and performance of growth-seeking strategies: A comparison of small firms in high- and low technology industries. *Journal of Business Venturing*, 5(6), 391-412.
- Datta, D. K. (1991). Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration. *Strategic Management Journal*, 12(4), 281-297.
- Datta, D. K., Guthrie, J. P., & Wright, P. M. (2005). Human Resource Management and Labour Productivity: Does Industry Matter? *Academy of Management Journal*, 135-145.
- Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. (1992, Januari). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management Journal*, 13(1), 67-84.
- Demos, T. (2012, April 24). *FT.com*. Retrieved September 23, 2015, from Financial Times: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/da5d033c-8e1c-11e1-bf8f-00144feab49a.html#axzz3mabSPDvV>
- Devos, E., Kadapakkam, P.-R., & Krishnamurthy, S. (2009). How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies. *The Review of Financial Studies*(22), 1179-1211.
- Duyster, G., & Heimeriks, K. (2002). *The influence of alliance capabilities on alliance performance: an empirical investigation*. Eindhoven, Nederland: Eindhoven Centre for Innovation Studies.
- Elgers, P., & Clark, J. (1980). Merger types and shareholder returns: additional evidence. *Financial Management*, 66-72.
- Fama, E. F. (1970). EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Ficery, K., Herd, T., & Pursche, B. (2007). Where has all the synergies gone? The M&A puzzle. *Journal of Business Strategy*, 28(5), 29-35.
- Forbes. (2015, Januari 7). *Strong Q4 Activity Makes 2014 The Best Year For M&A Since Downturn*. Retrieved from Forbes.com: <http://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/01/07/strong-q4-activity-makes-2014-the-best-year-for-ma-since-downturn/>
- Fowler, K. L., & Schmidt, D. R. (1989). Determinants of tender offer post-acquisition financial performance. *Strategic Management Journal*, 10(4), 339-350.
- Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance*, 1763 - 1792.
- Guiking, G. (2011). *Acquiring firm stock return in relation to private and public deals*.

- Rotterdam: Erasmus School of Economics.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1999, Maart). The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, 29-56.
- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502.
- Haleblian, J., Kim, J.-Y., & Rajagopalan, N. (2006). The Influence of Acquisition Experience and Performance on Acquisition Behavior: Evidence from the U.S. Commercial Banking Industry. *The Academy of Management Journal*, 49(2), 357-370.
- Harbison, J., & Pekar, P. (1998). *Smart Alliances, A practical guide to repeatable success*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (1991). Synergies and post-acquisition performance: Differences versus Similarities in resource allocations. *Journal of Management*, 17(1), 173-190.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1987, Januari). Acquisition: Myths and Reality. *Sloan Management Review*.
- Hayward, M. L. (2002). When do firms learn from their acquisition experience? Evidence 1990-1995. *Strategic Management Journal*(23), 21-39.
- Hecker, D. E. (2005, Juli). High-technology employment: a NAICS-based update. *Monthl Labor Review*, 57-72.
- Hemmert, M. (2004). The influence of institutional factors on the technology acquisition performance of high-tech firms: survey results from Germany and Japan. *Research Policy*, 33(6-7), 1019-1039.
- Hutzschenreuter, T., Kleindienst, I., & Schmitt, M. (2014). How mindfulness and acquisition experience affect acquisition Performance. *Management Decision*, 52(6), 1116-1147.
- Inkpen, A. (1998). Learning and knowledge acquisition through international strategic alliances. *Academy of Management Executive*, 69-80.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 5-50.
- Kale, P., & Singh, H. (1999). *Alliance capability and succes*. Chicago, IL: Academy of Management Meetings.
- Kale, P., Dyer, J. H., & Singh, H. (2002, Augustus). Alliance capability, stock market response, and long-term alliance success: the role of the alliance function. *Strategic Management Journal*(23), 747-767.
- Kile, C. O., & Phillips, M. E. (2009). Using Industry Classification Codes to Sample High-Technology Firms: analysis and recommendations. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(1), 35-58.
- Kim, J.-Y., & Haleblian, J. (2011). When Firms Are Desperate to Grow via

- Acquisitions: The effect of Growth Patterns and Acquisition Experience on Acquisition Premiums. *Administrative Science Quarterly*, 56(1), 26-60.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*(25), 187-200.
- Kiyamaz, H., & Baker, K. H. (2008). Short-Term Performance, Industry Effects, and Motives: Evidence from Large M&As. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*(47), 17.
- Krishnan, H. A., Krishnan, R., & Lefanowicz, C. E. (2009). Market Perception of Synergies in Related Acquisitions. *Academy of Strategic Management Journal*(8).
- Kumar, R. B. (2012). *Mega Mergers and Acquisitions*. Palgrave Macmillan.
- Kusewitt, J. B. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal*(6), 151-169.
- Laamanen, T., & Keil, T. (2008). PERFORMANCE OF SERIAL ACQUIRERS: TOWARD AN ACQUISITION PROGRAM PERSPECTIVE. *Strategic Management Journal*(29), 663-672.
- Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. *Organization Science*, 10(1), 1-26.
- Leonard-Barton, D. (1995). *Wellsprings Of Knowledge*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Levitt, B., & March, J. G. (1988). Organizational Learning. *Annual Review of Sociology*(14), 319-340.
- Lu, Q. (2004). *Do mergers destroy value? Evidence from failed bids*. Evanston, IL: Kellogg School of Management, Northwestern University.
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the acquiring firm. *Academy of Management Review*, 218-225.
- Luo, Y. (2005). Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(4), 1951-1982.
- Luybaert, M., & Huyghebaert, N. (2008). Industry Determinants of Shareholder Value Creation in European Horizontal Mergers and Acquisitions.
- Mahate, A., & Sudarsanam, S. (2003). Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance: The UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1,2), 299-342.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82.
- Mantravadi, P., & Vidyadhar Reddy, A. (2008). Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*(22), 192-203.
- Mayer, D., & Kenney, M. (2004, December). Economic Action Does Not Take Place

- in a Vacuum: Understanding Cisco's Acquisition and Development Strategy. *Industry and Innovation*, 299-325.
- McGahan, A. M., & Porter, M. E. (1997). How Much Does Industry Matter, Really? *Strategic Management Journal*, 15-30.
- McNamara, G. M., Halebian, J., & Johnson Dykes, B. (2008). The Performance Implications of Participating in an Acquisition Wave: Early Mover Advantages, Bandwagon Effects, and the Moderating Influence of Industry Characteristics and Acquirer Tactics. *The Academy of Management Journal*, 51(1), 113-130.
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1995). Complementaries and fit: strategy, structure and organizational change in manufacturing. *Journal of Accounting and Economics*, 19(2,3), 179-208.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005, April). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of Finance*(60), 757-782.
- Montgomery, C. A., & Singh, H. (1987). Corporate Acquisition 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(1), 137-158.
- Ooghe, H., Van Laere, E., & De Langhe, T. (2006). Are Acquisitions Worthwhile? An empirical study of the post-acquisition performance of privately held belgian companies. *Small Business Economics*(27), 223-243.
- Pablo, A. L. (1994). Determinants of Acquisition Integration Level: A Decision-Making Perspective. *The Academy of Management Journal*, 37(4), 803-836.
- Papadakis, V. M., & Thanos, I. C. (2010, December). Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria. *British Journal of Management*, 21(4), 859-873.
- Porrini, P. (2004). Can a Previous Alliance Between an Acquirer and a Target Affect Acquisition Performance? *Journal of Management*, 30(4), 545-562.
- Rumelt, R. P. (1991). How much does industry matter. *Strategic Management Journal*, 12, 167-185.
- Schmalensee, R. (1985). Do Markets Differ Much? *The American Economic Review*, 75(3), 341-351.
- Schweiger, D. M., & Very, P. (2003). CREATING VALUE THROUGH MERGER AND ACQUISITION INTEGRATION. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1-26.
- Shelton, L. M. (1986). Strategic Business Fits and Corporate Acquisition: Empirical Evidence. *Strategic Management Journal*, 9(3), 279-287.
- Simonin, B. (1997). The importance of collaborative know-how: an empirical test of the learning organization. *Academy of Management Journal*, 1150-1174.
- Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987). Corporate Acquisition Strategies and

- Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377-386.
- Singh, H., & Zollo, M. (1998). *The Impact of Knowledge Codification, Experience Trajectories and Integration Strategies on the Performance of Corporate Acquisitions*. The Wharton School: University of Pennsylvania.
- Sirower, M. L. (1997). *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. Simon and Schuster.
- Sirower, M. L. (2006). Avoiding the "Synergy Trap": Practical Guidance on M&A Decisions for CEOs and Boards. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 83-96.
- Slangen, A. H. (2006). National cultural distance and initial foreign acquisition performance: The moderating effect of integration. *Journal of World Business*, 41(2), 161-170.
- Song, M. H., & Walkling, R. A. (2000). Abnormal returns to rivals of acquisition targets: A test of the &acquisition probability hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 143-171.
- Spekman, R., Isabella, L., & MacAvoy, T. (1999). *Alliance Competence, Maximizing the value of your partnerships*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Sudarsanam, S., & Mahate, A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence. *Journal of Business and Accounting*, 299-342.
- Sudarsanam, S., Holl, P., & Salami, A. (1996, Juli). Shareholder wealth gains in mergers: Effect of synergy and ownership structure. *Journal of Business Finance & Accounting*.
- Tanriverdi, H., & Venkatraman, N. (2005, Februari). Knowledge Relatedness and the Performance of Multibusiness Firms. *Strategic Management Journal*(26), 97-119.
- Trichterborn, A., Zu Knyphausen-Aufsess, D., & Schweizer, L. (2015, Februari). How to improve acquisition performance: The role of a dedicated M&A function, M&A learning process, and M&A capability. *Strategic Management Journal*.
- Vanhaverbeke, W., & Duysters, G. (1997). *A longitudinal analysis of the choice between technology-based strategic alliances and acquisitions in high-tech industries : and acquisitions in high-tech industries*. Maastricht: Netherlands Institute of Business Organization and Strategy Research.
- Very, P., & Schweiger, D. M. (2001). The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals. *Journal of World Business*(36), 11-31.
- Weber, Y., Tarba, S., & Öberg, C. (2014). *A comprehensive guide to Mergers & Acquisitions*. New Jersey: Pearson Education LTD.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171-180.
- Wernerfelt, B., & Montgomery, C. A. (1988). Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance. *The American Economic Review*, 78(1), 246-250.

- Wright, P., Kroll, M., Lado, A., & Van Ness, B. (2002). THE STRUCTURE OF OWNERSHIP AND CORPORATE ACQUISITION STRATEGIES. *Strategic Management Journal*, 41-53.
- Yaghoub, R., Locke, S., & Gibb, J. (2014, Januari). Acquisition Returns: Does Industry Matter? *Studies in Economics and Finance*.
- Zollo, M., & Reuer, J. (2001). *Experience spillovers across corporate development activities*. Fontainebleau, Frankrijk: Insead.
- Zollo, M., & Reuer, J. (2006). *Experience spillovers across corporate development activities (Working Paper)*. Fontaineblue, Frankrijk: INSEAD.
- Zollo, M., & Singh, H. (2004). Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers. *Strategic Management Journal*, 25(13), 1233-1256.

