

Maakt de CEO het verschil? De impact van CEO karakteristieken op acquisitieprestaties

Master Scriptie
MSc in Business Administration

Rotterdam School of Management
Erasmus University
Department of Strategic Management and Entrepreneurship

Student: Jules van Esch
Student nummer: 488254
Datum: 26 juni 2019

Begeleider: Dr. Raymond van Wijk, Assistent Professor
Department of Strategic Management and Entrepreneurship
Meelezer: Dr. René Olie, Associate Professor of Strategic and International Management
Department of Strategic Management and Entrepreneurship

Het auteursrecht van de masterscriptie berust bij de auteur. Het gepresenteerde werk is origineel en er zijn geen andere bronnen gebruikt dan degenen waarnaar verwezen wordt in de tekst en die worden genoemd in de referenties. De auteur is volledig verantwoordelijk voor de inhoud. De RSM is slechts verantwoordelijk voor de onderwijskundige begeleiding en aanvaardt in geen enkel opzicht verantwoordelijkheid voor de inhoud.

MANAGEMENTSAMENVATTING

Acquisities zijn populair bij ondernemingen die groeistrategieën nastreven. Middels acquisities zijn ondernemingen in staat om relatief snel te groeien en over nieuw (intellectueel) kapitaal te beschikken. Echter, acquisities staan erom bekend dat zij complex en risicovol zijn, waarbij groei van aandeelhouderswaarde vaak beperkt blijft. Dit fenomeen heeft academici de afgelopen decennia in haar greep gehouden, maar voorgaand onderzoek heeft nog niet tot een volledig raamwerk van factoren geleid waarmee acquisitieprestaties kunnen worden voorspeld.

Gebaseerd op de theorie van adaptief lerend vermogen, geeft deze studie inzicht hoe de achtergrond van de CEO de acquisitieprestaties van ondernemingen beïnvloedt. Dit is onderzocht door te beoordelen hoe de persoonlijke karakteristieken van de CEO het effect van CEO acquisitie ervaring op acquisitieprestaties beïnvloedt. Vanuit de theoretische achtergrond zijn zes hypothesen van persoonlijke karakteristieken van de CEO gevormd. Deze hypothesen zijn getest op de cumulatieve abnormale rendementen (CAR) van acquisities. Voor dit onderzoek is een dataset samengesteld van 289 acquisities die in 2016 en 2017 door de grootste 500 Amerikaanse ondernemingen zijn uitgevoerd.

Resultaten tonen aan dat de karakteristieken van de CEO van invloed zijn op acquisitieprestaties van ondernemingen. Eerder onderzoek had al aangetoond dat de achtergrond van de CEO van invloed is op de winstgevendheid van ondernemingen, dit onderzoek geeft nieuw inzicht door dit verband ook op acquisities aan te tonen. Ondanks dat in de academische literatuur een positief verband tussen CEO acquisitie ervaring en acquisitieprestaties is vastgesteld, laat dit onderzoek zien dat CEO acquisitie ervaring ook een negatief effect op acquisitieprestaties kan hebben. De leeftijd en de lengte van het dienstverband zijn twee variabelen die het effect van CEO acquisitie ervaring op acquisitieprestatie positief beïnvloeden. Het effect van CEO acquisitie ervaring op acquisitieprestaties wordt negatief beïnvloed wanneer de CEO een man is.

Dit onderzoek levert met de resultaten een bijdrage aan de academische literatuur om acquisitieprestaties beter te begrijpen en acquisitiesucces te stimuleren. Acquisities zijn complexe en risicovolle investeringen waarbij de invloed van succesfactoren per context kunnen verschillen. Dit betekent dat professionele partijen acquisities vooraf zeer zorgvuldig moeten afwegen. De resultaten van dit onderzoek zijn beperkt te generaliseren naar andere acquisities en daarom moet rekening worden gehouden met beperkingen van dit onderzoek.

INHOUDSOPGAVE

| | |
|---|-----------|
| 1. INTRODUCTIE | 5 |
| 2. THEORETISCHE ACHTERGROND | 8 |
| 2.1 Acquisitieprestaties | 8 |
| 2.2 Acquisitie ervaring | 8 |
| 2.3 Persoonlijke karakteristieken CEO | 10 |
| 2.3.1 Lengte dienstverband | 10 |
| 2.3.2 Leeftijd | 13 |
| 2.3.3 Geslacht | 14 |
| 2.3.4 Opleidingsachtergrond (executive MBA) | 15 |
| 2.4 Conceptueel model..... | 16 |
| 3. METHODOLOGIE | 17 |
| 3.1 Steekproef | 17 |
| 3.2 Variabelen..... | 18 |
| 3.3 Data-analyse | 21 |
| 4. RESULTATEN | 22 |
| 4.1 Beschrijvende statistieken en correlaties | 22 |
| 4.2 Lineaire regressieanalyse..... | 24 |
| 4.3 Additionele analyses..... | 28 |
| 4.4 Schematisch overzicht resultaten..... | 28 |
| 5. CONCLUSIE EN DISCUSSIE | 29 |
| 5.1 Conclusie en discussie..... | 29 |
| 5.2 Beperkingen van het onderzoek..... | 31 |
| 5.3 Management implicaties | 33 |
| LITERATUUR | 35 |
| BIJLAGEN | 41 |
| Bijlage 1: Vergelijkend overzicht regressieanalyse..... | 41 |

1. INTRODUCTIE

In de afgelopen decennia hebben acquisities een belangrijk onderdeel van bedrijfsstrategieën gevormd (Barkema & Vermeulen, 1998; Bower, 2001). Dit wordt onderstreept door het aantal acquisitieactiviteiten dat sinds de jaren tachtig jaarlijks toeneemt (IMAA-Institute, 2019). De transactiewaarde van de wereldwijde M&A-markt is in 2018 toegenomen tot een recordhoogte van \$3,8 biljoen (Thomson Reuters, 2018; IMAA-Institute, 2019). Deze groei was afkomstig vanuit de toegenomen waarde per transactie, waarbij het aantal acquisities met circa 8% daalde ten opzichte van dezelfde periode in het voorgaand jaar. Deze cijfers onderstrepen de populariteit van acquisities vandaag de dag. Hiermee blijft het belang van het laten slagen van een acquisitie relevant.

Acquisities worden veel beschouwd als een manier om relatief snel te groeien middels het werven van o.a. marktaandeel, nieuwe innovatieve technieken of intellectueel kapitaal (Amihud & Lev, 1981; Barney, 1988; Walsh, 1988; Seth, 1990; Bower, 2001). Binnen de literatuur is veel onderzoek gedaan naar acquisities en het creëren van waarde middels acquisities. In deze onderzoeken is voornamelijk gekeken naar synergetische effecten door marktaandeel, schaalvoordelen, spreiding van bedrijfsrisico's, het verkrijgen van innovatieve technologieën en managementvaardigheden (Walsh, 1988; Seth, 1990). In de praktijk blijft het voor ondernemingen lastig om synergetische voordelen om te zetten in groei van aandeelhouderswaarde. Meerdere onderzoeken laten zien dat gebrekkige acquisitieprestaties ertoe leiden dat groei van aandeelhouderswaarde beperkt blijft (Barkema & Bell, 1996; Vermeulen & Barkema, 2002; King, Dalton, Daily, & Covin, 2004). Acquisities zijn complexe en risicovolle investeringen die het uiteindelijke strategische doel vaak niet halen.

Door de jaren heen hebben veel onderzoekers aandacht besteed aan succesfactoren die van invloed zijn op acquisitieprestaties, en hebben zich gericht op financieel-economische aspecten, organisatiegedrag of procesaspecten. Vanuit de school van strategisch management wordt aandacht besteed aan de succesfactoren die tot M&A-succes leiden tijdens de pre- en post-acquisitiefase (Bauer & Matzler, 2014). In een meta-analyse laten King et al (2004) zien dat deze factoren uiteindelijk samen komen tot vier variabelen. Deze hebben betrekking op de mate waarin de acquirerende en geacquireerde ondernemingen worden samengevoegd, de mate van diversificatie (gerelateerd of niet-gerelateerd) tussen de acquirerende en geacquireerde onderneming, wijze van financiering en de mate waarin de acquirerende onderneming ervaringen heeft vanuit eerdere acquisities (King, Dalton, Daily, & Covin, 2004). Toch is het onderzoekers nog niet gelukt om een volledig raamwerk te ontwikkelen met succesfactoren die een significante invloed hebben op acquisitieprestaties. Op academisch gebied blijft een dergelijk raamwerk nog altijd een onopgeloste puzzel (King, Dalton, Daily, & Covin, 2004).

In de jaren tachtig hebben Hambrick en Mason (1984) onderzoek gedaan naar de invloed van topmanagers binnen de hogere echelons van het bedrijfsleven en hoe de persoonlijke achtergrond van de topmanagers verband houdt met organisatiegedrag. Decennia hierna hebben verschillende academici aandacht aan deze relatie besteed en is vanuit meerdere onderzoeken empirisch bewijs geleverd die de invloedrijke rol van de CEO in een onderneming bevestigt (Hambrick & Mason, 1984; Hitt, Ireland, & Best, 1998; McDonald, Westphal, & Graebner, 2008; Peterson, Galvin, & Lange, 2012; Bromiley & Rau, 2016). Deze persoonlijke karakteristieken hebben invloed op de wijze waarop ondernemingsstrategieën worden bepaald en de organisatie wordt aangestuurd (Lewis, Walls, & Dowell, 2014). Leeftijd, geslacht, opleidingsachtergrond, werkervaring, sociaaleconomische achtergrond en de lengte van het huidige dienstverband hebben invloed op het cognitief vermogen van de mens en bepaalt hoe een mens handelt, risicoafwegingen maakt en bereid is de status quo ter discussie te stellen (Hambrick & Mason, 1984; Bromiley & Rau, 2016). Hoewel binnen de academische literatuur het effect van persoonlijke karakteristieken van de CEO op ondernemingsprestaties breed is onderzocht, wordt de relatie met acquisitieprestaties nauwelijks gelegd.

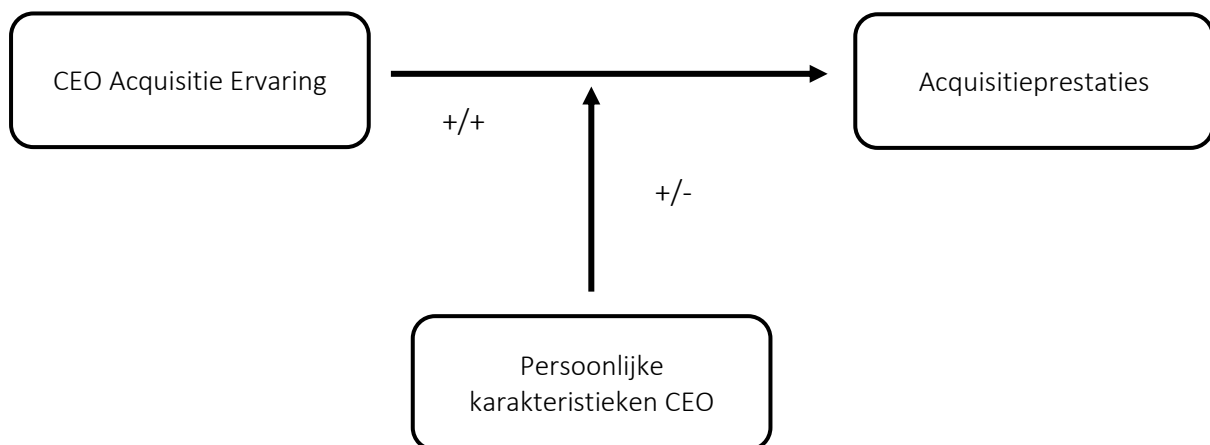
Om acquisitieprestaties te verbeteren is acquisitie ervaring op bestuurlijk niveau belangrijk (Kroll, Walters, & Wright, 2008). Een bestuur met relevante ervaring zal meer betrokken zijn met de organisatie en het management beter aansturen. Dit heeft een positief effect op de prestaties van de onderneming (Kroll, Walters, & Wright, 2008). In verschillende onderzoeken is bevestigd dat acquisitie ervaring een positieve invloed heeft op (acquisitie)prestaties van een onderneming, maar is deze determinant vaak homogeen onderzocht (Nadolska & Barkema, 2007; Kroll, Walters, & Wright, 2008; McDonald, Westphal, & Graebner, 2008). Een diepere analyse op acquisitie ervaring kunnen mogelijk verschillen in leervormen met zich meebrengen (Nadolska & Barkema, 2007). Door in deze studie acquisitie ervaring vanuit het perspectief van de CEO te onderzoeken, wordt een diepere analyse gemaakt hoe acquisitie ervaring acquisitieprestaties beïnvloedt.

De CEO vormt een belangrijke actor in de hogere echelons van een onderneming die invloed uitoefent op het besluitvormingsproces binnen topmanagementteams (Hambrick & Mason, 1984; Hitt, Ireland, & Best, 1998; McDonald, Westphal, & Graebner, 2008; Peterson, Galvin, & Lange, 2012; Bromiley & Rau, 2016). De uitkomsten van een dergelijk besluitvormingsproces heeft impact op de strategische richting, prestaties, reputatie en relaties van een onderneming (Datta & Guthrie, 1994; Peterson, Galvin, & Lange, 2012). Dat de CEO via het besluitvormingsproces invloed op organisatiegedrag heeft, maakt het relevant om te begrijpen hoe het individuele besluitvormingsproces van een CEO tot stand komt en welke factoren dit besluitvormingsproces beïnvloeden. Het cognitief vermogen beïnvloedt de manier van handelen, het lerend vermogen en de leiderschapstijl van de CEO en wordt beïnvloed door de achtergrond van een individu (Hambrick & Mason, 1984; Simon, 1987). Deze achtergrond is opgebouwd uit persoonlijke karakteristieken van een individu (Hambrick & Mason, 1984). De persoonlijke karakteristieken van de CEO beïnvloeden de wijze waarop de CEO de organisatie leidt en hoe hij het individueel leerproces tijdens acquisities doorloopt (Hambrick & Mason, 1984; Datta & Guthrie, 1994). Deze persoonlijke karakteristieken zijn variabelen die het effect van CEO acquisitie ervaring op acquisitieprestaties kunnen beïnvloeden.

Academisch onderzoek heeft in het verleden het verband tussen CEO karakteristieken en ondernemingsprestaties aangetoond. Echter is in deze onderzoeken nog geen specifieke aandacht besteed hoe CEO karakteristieken het lerend vermogen van CEO's beïnvloedt. Gebaseerd op de theorie van adaptief lerend vermogen wordt in dit onderzoek getoetst wat het effect is van CEO acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties van de onderneming. Vervolgens wordt in dit onderzoek gekeken hoe dit effect door de persoonlijke karakteristieken van de CEO wordt beïnvloed. Dit leidt tot onderstaande onderzoeksvraag:

Welk effect heeft acquisitie ervaring van de CEO op de acquisitieprestaties van een onderneming en hoe wordt dit door persoonlijke karakteristieken van de CEO beïnvloed?

De onderzoeksvraag geeft het volgende conceptueel model.



Figuur 1: conceptueel model

2. THEORETISCHE ACHTERGROND

2.1 Acquisitieprestaties

Binnen de literatuur is veel onderzoek gedaan naar acquisities en het creëren van waarde middels acquisities. Hierin kan onderscheid gemaakt worden in waarde maximaliserende theorieën en non-waarde maximaliserende theorieën (Seth, 1990), waarbij laatstgenoemde theorieën betrekking hebben op motivaties voor het reduceren van operationele- en financiële variëteit en onzekerheid middels acquisities voor managers (Amihud & Lev, 1981). In waarde maximaliserende theorieën wordt voornamelijk gekeken naar waarde creatie door het samenvoegen van de bedrijven waarbij de som van de twee bedrijven gezamenlijk in de post-acquisitiefase groter is dan standalone (Barney, 1988). Verschillende onderzoeken in de jaren '90 die betrekking hebben op waarde maximaliserende theorieën hebben voornamelijk gekeken naar synergetische effecten door marktaandeel, schaalvoordelen, spreiding van bedrijfsrisico's, het verkrijgen van innovatieve technologieën en managementvaardigheden (Walsh, 1988; Seth, 1990). Om prestaties van acquisities te meten zijn in de academische literatuur verschillende methoden zichtbaar, namelijk door prestaties te meten aan de hand van enquêtes, accountingratio's en koersontwikkelingen (King, Dalton, Daily, & Covin, 2004; Kroll, Walters, & Wright, 2008; Zollo & Meier, 2008; Bauer & Matzler, 2014). Wanneer acquisitieprestatie worden gemeten door gebruik van accountingratio's, dan is het risico dat deze cijfers worden beïnvloed door winstoptimalisaties en de wijze waarop ondernemingen zijn gefinancierd (Rumelt, 1982). Yook (2004) suggereert dat acquisitieprestaties beter aan de hand van Economic Value Added (EVA) gemeten kunnen worden omdat deze methode uitgaat van geprognoseerde cashflows. Het nadeel van de EVA is echter dat deze geprognoseerde cashflows ver in de toekomst liggen en vaak gebaseerd zijn op (subjectieve) managementverwachtingen.

In dit onderzoek zullen de acquisitieprestaties op basis van de cumulatieve abnormale rendementen (CAR) worden berekend. In strategisch- en financieel management is dit een veelgebruikte methode om ondernemingsprestaties tijdens acquisities te toetsen (MacKinlay, 1997). In deze methode wordt aan de hand van koersontwikkelingen over een periode van enkele dagen gekeken hoe de markt op een acquisitie reageert. Het kan voor komen dat gevoelige informatie vroegtijdig uitlekt, waardoor de markt al enkele dagen voor de acquisitieaankondiging reageert. De markt kan ook vertraagd op een acquisitieaankondiging reageren, omdat het beleggers enkele dagen tijd kost om effecten van een acquisitie door te rekenen. Door de koersontwikkelingen over een periode te beoordelen, worden deze effecten weggenomen.

2.2 Acquisitie ervaring

Op gebied van acquisitieprestaties zijn uiteenlopende onderzoeken uitgevoerd die de relatie tussen acquisitie ervaring en acquisitieprestaties beoordelen (Kusewitt, 1985; Hitt, Ireland, & Best, 1998; Halebian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002; McDonald, Westphal, & Graebner, 2008; Al-Laham, Schweizer, & Amburgey, 2010). Empirische bevindingen vanuit deze onderzoeken zijn verschillend. Veel onderzoeken stellen vast dat acquisitie ervaring positief aan acquisitieprestaties bijdraagt.

Acquisities zijn risicovol, waardoor het van belang is om als organisatie van eerdere acquisitietrajecten te leren (Dodgson, 1993).

Ondernemingen die meer ervaren zijn met acquisities hebben specifieke vaardigheden ontwikkeld die het adoptievermogen en de dynamiek van de organisatie vergroot. Dit draagt bij aan het overbruggen van culturele en technische verschillen tussen de onderneming in het integratieproces tijdens de post-acquisitiefase (Hitt, Ireland, & Best, 1998). De positieve relatie van acquisitie ervaring op acquisitieprestaties wordt ook verklaard doordat de organisatie meer routine krijgt in het screenen van target ondernemingen, het bepalen van een optimaal integratieniveau en het integreren van nieuwe processen en systemen in een target onderneming (Bruton, Oviatt, & White, 1994; Laamanen & Keil, 2008; McDonald, Westphal, & Graebner, 2008; Al-Laham, Schweizer, & Amburgey, 2010). Voorts zijn er onderzoeken die acquisitie ervaring binnen een onderneming beschouwen als een negatieve factor op acquisitie prestatie in de post-acquisitiefase. Kusewitt, Jr. ondersteunt in zijn onderzoek de verklaringen van Reid (1969) en Terry (1982) dat hoge mate van het aantal acquisitie wel leidt tot meer acquisitie ervaring, maar dat dit uiteindelijk het risico van indigestie met zich meebrengt (Kusewitt, 1985). De organisatie van een acquirerende onderneming krijgt te maken met een soort storing door een hoge mate van acquisitieactiviteiten. Het is echter opvallend dat deze negatieve relaties voornamelijk vanuit onderzoeken in de jaren '60 tot en met de jaren '80 is te lezen en deze empirische bevinden nauwelijks in meer recente literatuur wordt behandeld.

De moderne literatuur legt voornamelijk de focus op het positieve effect van acquisitie ervaring op de prestaties van acquisities of beschouwd acquisitie ervaring als een modererend effect zoals dat is onderzocht door Haleblian & Finkelstein. Zo zouden organisaties met weinig acquisitie ervaring (beginners)fouten maken die de prestaties van acquisities negatief beïnvloeden. De waarde van acquisitie ervaring wordt bepaald door de mate van gelijkenis tussen huidige target onderneming en de eerder geacquireerde onderneming. Een lerende organisatie zal overeenkomsten tussen acquisitie evenementen zien door te generaliseren. Dit generaliseren kan vervolgens leiden tot het meer vanuit routine benaderen van acquisitietrajecten, hetgeen een valkuil kan worden door generalisatiefouten die vervolgens kunnen ontstaan. Volgens Haleblian & Finkelstein is er non-lineaire relatie (U-vorm) tussen acquisitie ervaring en acquisitieprestaties (Haleblian & Finkelstein, 1999). Dit wordt bevestigd door Hayward (Hayward, 2002) en Nadolska & Barkema (Nadolska & Barkema, 2007). Acquisitie ervaring draagt dus positief bij aan de prestaties van acquisities, wat het relevant maakt om acquisitie ervaring vanuit een meer gedetailleerde analyse te onderzoeken (Kroll, Walters, & Wright, 2008).

Voor een beter begrip over welke vorm acquisitie ervaring aan acquisitieprestaties bijdraagt, is dieper onderzoek naar acquisitie ervaring noodzakelijk (Nadolska & Barkema, 2007; Kroll, Walters, & Wright, 2008; McDonald, Westphal, & Graebner, 2008). Acquisitie ervaring kan in verschillende organisatieniveaus vertegenwoordigd zijn: op midden- of lager organisatieniveau, in het topmanagementteam (TMT) of via de CEO van een organisatie. Kroll et. al. stellen dat acquisitie ervaring op bestuurlijk niveau een belangrijke invloed heeft op het functioneren van de lagere managementniveaus en daarmee invloed heeft op de prestaties van de onderneming. Bestuurders met relevante ervaring zijn meer bij de organisatie betrokken waardoor zij beter in staat zijn om vanuit hun expertise het management van de onderneming te monitoren en te adviseren (Kroll, Walters, &

Wright, 2008). Ervaring van een bestuurder op gebied van acquisitie ervaring heeft een positieve invloed op de prestaties van ondernemingen bij het aangaan van nieuwe acquisities (Kroll, Walters, & Wright, 2008). Dat acquisitie ervaring van een CEO een positief effect heeft op de prestaties van een acquisitie werd later ook bevestigd door McDonald et. al. (2008). Dit geeft de volgende hypothese:

H1: Naarmate de acquisitie ervaring van een CEO toeneemt, nemen de acquisitieprestaties van de onderneming toe.

2.3 Persoonlijke karakteristieken CEO

Binnen de academische literatuur is empirisch bewijs gevonden dat de CEO een belangrijke actor is binnen de hogere echelons van een organisatie (Hambrick & Mason, 1984; Datta & Guthrie, 1994; Henderson, Miller, & Hambrick, 2006; Kroll, Walters, & Wright, 2008). Deze invloed komt terug in de wijze waarop de CEO zijn visie en beslissingsbevoegdheid in de organisatie uitdrukt door processen en mensen naar zijn hand te zetten (Luo, Kanuri, & Andrews, 2014; Lewis, Walls, & Dowell, 2014). Daarnaast vormt de positie van de CEO een boegbeeld voor haar omgeving en functioneert de CEO als een belangrijke schakel in het onderhouden van het sociale netwerk van de onderneming (Cao, Maruping, & Takeuchi, 2006). In het functioneren in de positie van de CEO worden keuzes en beslissingen gemaakt die uit een individueel besluitvormingsproces komen. Dit betekent dat persoonlijke opvattingen en karakteristieken van deze individu van invloed kunnen zijn op de keuze of beslissing die uiteindelijk wordt genomen (Hambrick & Mason, 1984). Met andere woorden, alle elementen waar de CEO vanuit persoonlijk opzicht aandacht aan besteed zullen van invloed zijn op de keuze of beslissingen die hij uiteindelijk neemt (Peterson, Galvin, & Lange, 2012). Zulke keuzes hebben impact op de strategische richting, prestaties, reputatie en relaties van ondernemingen (Datta & Guthrie, 1994; Peterson, Galvin, & Lange, 2012).

De CEO heeft invloed op organisatorische besluitvormingsprocessen van de organisatie en heeft daarmee invloed op de koers van de onderneming (Datta & Guthrie, 1994). Deze besluitvormingsprocessen vinden ook plaats tijdens grote evenementen zoals een acquisitie. De CEO is hierdoor in staat om zijn strategische visie op het acquisitieproces uit te oefenen (Bromiley & Rau, 2016). Ook kan de CEO op een indirecte wijze invloed uitoefenen doordat hij verantwoordelijk is geweest bij het bepalen van interne processen en/of bij het aanstellen van de voor het acquisitieproces verantwoordelijke personen (Luo, Kanuri, & Andrews, 2014). Voor een beter begrip van welke persoonlijke karakteristieken van de CEO van invloed zijn op de acquisitieprestaties, volgt een uiteenzetting van persoonlijke karakteristieken die het effect van CEO acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties beïnvloeden.

2.3.1 Lengte dienstverband

Lengte dienstverband TMT

Binnen de literatuur is veel aandacht besteed aan het effect van de lengte van het dienstverband van de CEO en het effect daarvan op de winstgevendheid van de onderneming. De lengte van het

dienstverband van de CEO heeft invloed op de menselijke factoren zoals cognitie en gedrag dat van invloed is bij het maken van belangrijke beslissingen (Geletkanycz & Hambrick, 1997). Meerdere onderzoeken hebben gekeken naar de impact die de lengte van CEO's dienstverband heeft op de winstgevendheid van de onderneming. Hambrick & Fukutomi (1991) veronderstellen dat nieuwe CEO's in de eerste periode van de indiensttreding met een kennisachterstand te maken hebben en dat deze achterstand langzaam wordt ingehaald door uitvoering van werkzaamheden, het kennismaken met de organisatie en stakeholders van de onderneming. Henderson, Miller en Hambrick (2006) hebben het effect van de lengte van het dienstverband van de CEO onderzocht in relatie tot de ontwikkeling van de winstgevendheid van de onderneming. In dit onderzoek hebben zij empirisch bewijs gevonden voor een omgekeerde U-vormige prestatieontwikkeling die verband houdt tussen de periode van het dienstverband van de CEO en de prestaties van de onderneming. Deze prestaties van de onderneming zijn getest op de omzetontwikkeling en de ontwikkeling van het rendement op het geïnvesteerd kapitaal (Henderson, Miller, & Hambrick, 2006). Henderson et al. (2006) hebben aangetoond dat adaptief lerend vermogen van een CEO gelimiteerd is. Dit kan komen doordat de CEO na verloop van tijd vast komt te zitten in eigen paradigma's, de organisatie te traag acteert om aan het paradigma van de CEO te voldoen of doordat de omgeving te dynamisch is waardoor het paradigma van de CEO onvoldoende relevant en passend voor de organisatie blijft.

Veelal worden CEO's aangenomen op basis van competenties en vaardigheden die bij de toekomstplannen van de onderneming moeten passen. Henderson et al. (2006) geven aan dat de houdbaarheid van een CEO sterk afhangt van de omvang van de organisatie en de dynamiek van de omgeving. Bij een sterk dynamische omgeving zal het hoogtepunt van de winstgevendheid van de onderneming meer aan de voorkant liggen. De omgekeerde U-vormige grafiek zal in dit geval een asymmetrische vorm hebben. Ditzelfde geldt ook voor veelal grote organisaties. Hoe kleiner de organisaties zijn en hoe stabiel de omgeving, des te langer de houdbaarheid van de CEO is op de organisatie. Bij stabiele omgevingen wordt de houdbaarheid dan voornamelijk bepaald op basis van de relatie die de CEO opbouwt met werknemers en stakeholders van de onderneming (Luo, Kanuri, & Andrews, 2014). Hoe langer de CEO bij een onderneming zit, des te sterker de relatie tussen organisaties en werknemers wordt (dit neemt lineair toe). Echter voor de stakeholders geldt dat dit ook middels een omgekeerde U-vormige prestatieontwikkeling werkt (Luo, Kanuri, & Andrews, 2014). Gesuggereerd wordt dat hoe langer een CEO bij een onderneming zit, hij de organisatie steeds meer naar zijn hand gaat zetten middels processen en het samenstellen van managementteams en medewerkers. Luo et al. (2014) veronderstellen daarentegen dat de CEO met betrekking tot de stakeholders juist in het begin de relatie tracht te versterken door goed te luisteren naar stakeholders om *customer value* en *customer relationship* te laten groeien. Echter naarmate de CEO langer in een organisatie werkzaam is, dan worden deze relaties zwakker omdat paradigma's en vooroordelen bij de CEO een rol gaan spelen. CEO's komen dan steeds meer van klanten af te staan en zullen zij risico-avers worden (Lewis, Walls, & Dowell, 2014). In dit onderzoek wordt het effect van de lengte van het dienstverband van de CEO op de persoonlijke acquisitie ervaring getoetst. Verwacht wordt dat naarmate de CEO langer bij zijn huidige organisatie (als directeur in het topmanagementteam) werkzaam is, hij de organisatie beter kent en daardoor beter in staat is om de individuele acquisitie ervaring op de organisatie over te brengen. Dit leidt tot de volgende hypothese:

H2: Naarmate de CEO langer in het TMT werkzaam is, dan zal het effect van persoonlijke acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties van de onderneming toenemen.

Lengte dienstverband CEO-positie

De lengte van het dienstverband in de positie van CEO in een onderneming heeft invloed op de strategische keuzes die vanuit de onderneming worden gemaakt (McClelland, Liang, & Barker III, 2010; Lewis, Walls, & Dowell, 2014). Een nieuwe CEO bezit het voordeel om eenvoudiger strategische veranderingen te implementeren en de status quo ter discussie te stellen (Karaevli & Zajac, 2013). De uiteindelijke strategische richting die een CEO zal moeten nemen is contextafhankelijk en heeft voornamelijk te maken met de omgeving waarin de onderneming zich bevindt. Zo zal een onderneming in een dynamische omgeving baat hebben bij een CEO die relatief kort in de positie van CEO zit. Deze CEO is namelijk eerder bereid om de status quo ter discussie te stellen en exploratieve innovatieve strategische verandering tot stand te brengen (Henderson, Miller, & Hambrick, 2006; Lewis, Walls, & Dowell, 2014). Nieuwe CEO's zullen meer bereid zijn te willen experimenteren en nieuwe strategieën na te streven terwijl lang zittende CEO's meer behoudend zijn en daardoor strategische veranderingen uit de weg willen gaan (Lewis, Walls, & Dowell, 2014). Naarmate de CEO langer in zijn rol zit zal de kans toenemen dat hij naar verloop van tijd vast komt te zitten in zijn paradigma omdat adaptief lerend vermogen van een persoon gelimiteerd is (Henderson, Miller, & Hambrick, 2006). Henderson et al (2006) hebben bewijs gevonden dat de omvang van een onderneming en de dynamiek van de omgeving van de onderneming van invloed zijn op de houdbaarheid en relevantie van de CEO ten aanzien van de organisatie. Een onderneming die zich in een dynamische markt bevindt, zal de positieve effecten van een nieuwe CEO meer in het begin van het dienstverband ervaren. Bij een onderneming die in een meer stabiele omgeving zit, zal de positieve effecten van een nieuwe CEO juist meer richting het einde van het dienstverband ervaren (Henderson, Miller, & Hambrick, 2006). Dit effect is in de academische literatuur veelvuldig onderzocht en bekrachtigd (McClelland, Liang, & Barker III, 2010; Zhang & Rajagopalan, 2010). Ondanks dat dit effect zeer contextafhankelijk is, vertoont de invloed van het dienstverband op de winstgevendheid een omgekeerde U-vormige grafiek (Henderson, Miller, & Hambrick, 2006; Zhang & Rajagopalan, 2010). Het onderzoek van Henderson et al (2006) heeft bewijs geleverd dat ondernemingsprestaties gemiddeld na 20 tot 25 jaar dienstverband van de CEO zullen afnemen. Echter is dit erg contextafhankelijk en wordt dit beïnvloed door de omgevingsdynamiek en de omvang van de organisatie. Dit betekent dat een dienstperiode van langer dan 25 jaar bij een onderneming er een negatief effect zal ontstaan ten aanzien van de prestaties van de onderneming.

Op organisatorisch vlak heeft de lengte van het dienstverband van de CEO invloed op de wijze waarop de CEO een organisatie qua processen en mensen naar eigen hand zet (Luo, Kanuri, & Andrews, 2014). Zo stellen Luo et al (2014) dat naarmate de CEO langer in de positie van de CEO zit, dit positieve effecten heeft op de wijze waarop hij strategische veranderingen in de organisatie kan aanbrengen zonder dat hier conflicten ontstaan. Of deze strategische keuzes passend zijn met de juiste strategische keuzes die de onderneming in het belang van haar omgevingsdynamiek moet maken heeft vervolgens

invloed op de winstgevendheid (McClelland, Liang, & Barker III, 2010; Lewis, Walls, & Dowell, 2014). In dit onderzoek wordt de invloed van de lengte van het dienstverband in de CEO-positie op CEO acquisitie ervaring getoetst. Verwacht wordt dat naarmate de lengte van het dienstverband van de CEO in zijn rol toeneemt, dit het effect van CEO acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties versterkt. Echter naarmate het dienstverband van de CEO in zijn huidige rol 25 jaar overstijgt, zal dit een negatief effect op de winstgevendheid opleveren (McClelland, Liang, & Barker III, 2010; Lewis, Walls, & Dowell, 2014). Uiteindelijk leidt dit tot de volgende hypothese:

H3: Naarmate de CEO langer als CEO werkzaam is, dan zal het effect van persoonlijke acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties van de onderneming toenemen.

2.3.2 Leeftijd

Empirische bevindingen vanuit de academische literatuur hebben een lineair verband aangetoond tussen leeftijd en ervaring (Herrmann & Datta, 2006; Al-Laham, Schweizer, & Amburgey, 2010; Crossland, Zyung, Hiller, & Hambrick, 2014). Naarmate de leeftijd van een organisatie of een CEO toeneemt, heeft zij over het algemeen ook meer ervaring opgedaan (Crossland, Zyung, Hiller, & Hambrick, 2014). Deze ervaring is in de context van adaptief lerend vermogen breed onderzocht (Haleblian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002; Henderson, Miller, & Hambrick, 2006; Nadolska & Barkema, 2007). Het adaptief leren vermogen kenmerkt zich als een eigenschap die gelimiteerd is en afneemt naarmate de leeftijd toeneemt (Henderson, Miller, & Hambrick, 2006). Dit komt volgens Henderson et al (2006) omdat een CEO naar verloop van tijd vast komt te zitten in eigen paradigma's en zich sterk laat leiden door vooroordelen tijdens situaties die zich in de praktijk voordoen. Naarmate de leeftijd van een persoon toeneemt, zal deze van nature meer rigide worden en minder de neiging hebben om risico's te nemen (Wiersema & Bantel, 1992). Voorts is in de academische literatuur empirisch bewijs gevonden dat jongere CEO's sneller geneigd zijn om meer risicovolle en innovatieve strategieën na te streven (Hambrick & Mason, 1984; Wiersema & Bantel, 1992) en sneller risicovolle acquisities overwegen (Yim, 2013). Wiersema en Bantel (1992) hebben aangetoond dat naarmate de leeftijd van de CEO toeneemt, deze risicovolle en innovatieve strategieën afnemen. Dit zal ertoe leiden dat de CEO in een hogere leeftijd in mindere mate de status quo ter discussie zal stellen (McClelland, Liang, & Barker III, 2010). Daarbij heeft Yim (2013) aangetoond dat bij jongere CEO's meer gemotiveerd zijn risicovolle acquisities te overwegen omdat zij een langere horizon hebben om de acquisitie te laten renderen. Innovatieve strategieën worden bevorderd door een transformationeel leiderschap (Ng & Sears, 2012). Deze leiderschapsstijl vergroot de creativiteit en betrokkenheid van werknemers in de organisatie (Ng & Sears, 2012). Transformationeel leiderschap wordt gezien als een leiderschapsstijl die bij organisaties in dynamische markten past, omdat deze leiderschapsstijl werknemers sneller buiten de status quo in beweging zet (Jung, Wu, & Chow, 2008; Ivey & Kline, 2009; Chu & Lai, 2011). Naarmate de leeftijd van de CEO toeneemt, zal hij meer transactioneel leiderschap vertonen (Ng & Sears, 2012). Deze leiderschapsstijl is een meer eenvoudige leiderschapsstijl om invloed op de organisatie uit te oefenen en past meer bij rigide ondernemingsstrategieën (Jung, Wu, & Chow, 2008). Binnen de literatuur wordt transformationeel leiderschap beschouwd als een moeilijke

leiderschapsstijl om invloed op de organisatie uit te oefenen. Met de relatie tussen de leeftijd en de leiderschapsstijl, maar dit een modererend effect van leeftijd op de acquisitie ervaring aannemelijk.

In dit onderzoek wordt verwacht dat de leeftijd van de CEO een positief modererend effect heeft op de acquisitie ervaring. Dit heeft meerdere redenen; ten eerste zullen oudere CEO's meer dienstjaren hebben en daardoor meer relevante ervaring uit deze dienstjaren kunnen putten die aansluit op de acquisities die wordt ondernomen (Crossland, Zyung, Hiller, & Hambrick, 2014). Ten tweede zal een oudere CEO minder risicovolle acquisities nastreven waardoor zijn acquisitie ervaring meer relevant blijft. Innovatieve acquisities gaan gepaard met meer complexiteit, waardoor ervaring vanuit eerdere acquisities minder goed aansluit (Hambrick & Mason, 1984; Yim, 2013). Om innovatieve acquisities in goede banen te leiden wordt transformationeel leiderschap belangrijk, wat een lastigere leiderschapsstijl is dan transactioneel leiderschap (Jung, Wu, & Chow, 2008; Ivey & Kline, 2009). Dit betekent dat het voor jongere CEO's, die meer transformationeel leiderschap vertonen, het lastiger zal zijn om persoonlijke acquisitie ervaring op de organisatie over te brengen (Ng & Sears, 2012). Dit levert de volgende hypothese op:

H4: Naarmate de leeftijd van de CEO toeneemt, dan zal het effect van persoonlijke acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties van de onderneming toenemen.

2.3.3 Geslacht

Mannelijke CEO's staan erom bekend meer risico's te willen nemen dan vrouwelijke CEO's (Powell & Ansic, 1997; Watson & Robinson, 2003; Smith, 2007). Indien zich onzekere situaties voordoen, zullen vrouwelijke CEO's eerder geneigd zijn om conservatieve beslissingen te nemen (Powell & Ansic, 1997). Het geslacht van een CEO draagt bij aan de strategische koers die een onderneming vaart (Musteen, Barker III, & Baeten, 2006; Dezsó & Ross, 2012; Bromiley & Rau, 2016). Vrouwelijke CEO's staan meer open voor verandering en zullen sneller innovatieve strategieën nastreven (Musteen, Barker III, & Baeten, 2006). Dit bevordert de innovatiekracht in de organisaties (Dezsó & Ross, 2012). Innovatieve ondernemingsstrategieën vragen een andere leiderschapsstijl ten opzichte van meer rigide ondernemingsstrategieën (Jung, Wu, & Chow, 2008). Transformationeel leiderschap zorgt ervoor dat werknemers in een organisatie vanuit intrinsieke motivatie in beweging komen, maar dit is een leiderschapsstijl die lastiger is uit te voeren dan transactioneel leiderschap (Jung, Wu, & Chow, 2008; Ivey & Kline, 2009). Transformationeel leiderschap zou het lastiger maken om als CEO persoonlijke invloed op de organisatie uit te oefenen. Met het empirisch bewijs dat vrouwelijke CEO's meer transformationeel leiderschap vertonen (Bass, 1999), wordt verwacht dat vrouwelijke CEO's minder goed in staat zijn om acquisitie ervaring op de organisatie over te brengen.

Mensen in organisaties zijn gewend om vast te houden aan systemen van regels en sociale instituties (Kay, et al., 2009). Wanneer deze status quo ter discussie wordt gesteld, hebben Kay et al (2009) met hun onderzoek aangetoond dat deze mensen hun systeem zullen verdedigen. Dit wordt ook wel de System Justification Theory genoemd (Jost, Banaji, & Nosek, 2004). Deze barrière moet worden doorbroken om invloed op de organisatie uit te kunnen oefenen en om intern draagvlak te krijgen.

Invloedkracht van de CEO is hierin belangrijk (Kay, et al., 2009). Meerdere onderzoeken hebben aangetoond dat mannen van oudsher meer invloedkracht genieten ten opzichte van vrouwen (Eagly & Carli, 1981; Eagly, Wood, & Fishbaugh, 1981). Vanuit de psychologische literatuur komt de verklaring dat vrouwen van zichzelf minder deskundigheidskracht genieten die uiteindelijk tot overtuigingskracht in de organisatie leidt (Carli, 1989). Dit is een vooroordeel die aan het vrouwelijke geslacht kleeft en pas kan worden doorbroken wanneer vrouwen op voorhand en aantoonbaar meer deskundigheid genieten dan dat van mannen in een specifieke situatie (Carli, 1999).

In dit onderzoek wordt verwacht dat CEO's van het mannelijke geslacht beter in staat zijn hun acquisitie ervaring te benutten. Zij zullen beter in staat zijn invloed op de organisatie uit te voeren. Enerzijds komt dit door de leiderschapsstijl van de mannelijke CEO, anderzijds komt dit doordat mannen vanuit nature meer overtuigingskracht geniet om mensen in de organisatie mee te krijgen. Dit levert de volgende hypothese op:

H5: Wanneer de CEO van het mannelijk geslacht is, dan zal het effect van persoonlijke acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties van de onderneming toenemen.

2.3.4 Opleidingsachtergrond (executive MBA)

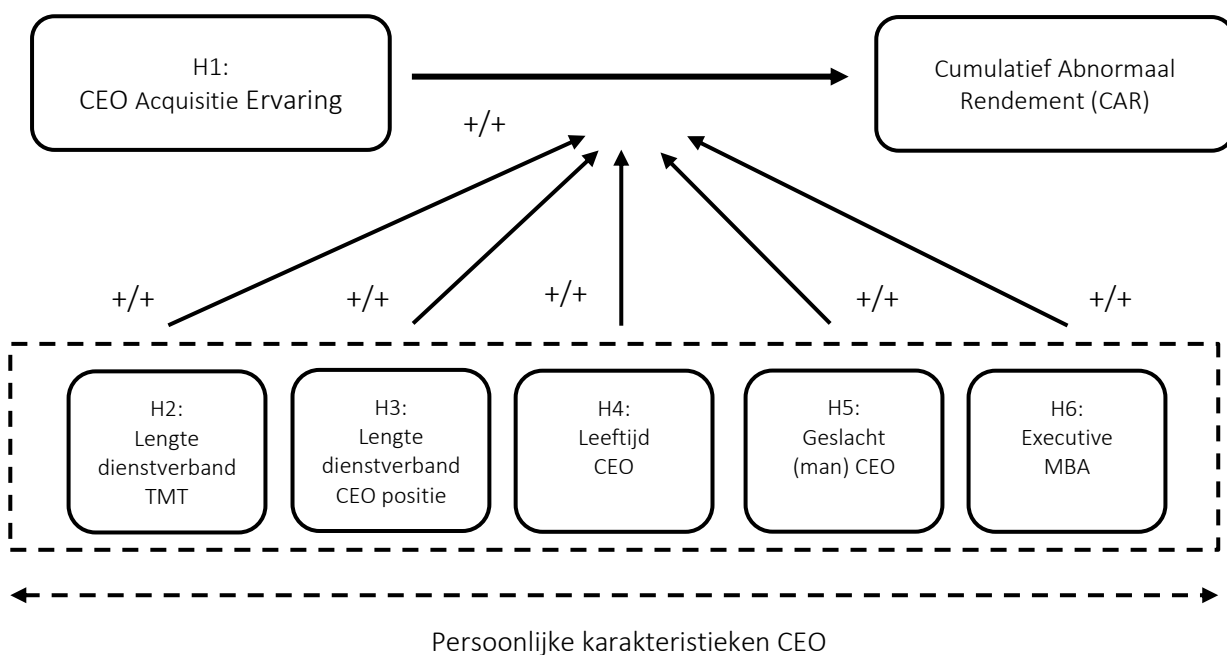
Onderzoek heeft aangetoond dat de opleidingsachtergrond van een CEO van invloed kan zijn op de wijze waarop een ondernemingsstrategie wordt bepaald en welke strategische koers een onderneming vaart (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). Alhoewel in de literatuur educatie van de CEO vanuit verschillende vakgebieden van technisch, juridisch, accountancy (Gottesman & Morey, 2004; Darmadi, 2013; Lewis, Walls, & Dowell, 2014) of opleidingsgraad is onderzocht (Bhagat, Bolton, & Subramanian, 2010; Darmadi, 2013), wordt in dit onderzoek specifiek gekeken naar het effect van de opleidingsachtergrond van CEO's die een executive Master Business Administration (MBA) hebben afgerond. Een executive MBA werkt versterkend op andere opleidingen die CEO's hebben genoten (Graham & Harvey, 2001; Lewis, Walls, & Dowell, 2014). Bestuurders en directeuren die een executive MBA hebben gevolgd, zijn beter in staat om strategische kansen in de markt te signaleren (Graham & Harvey, 2001). Hierdoor zullen zij beter in staat zijn het businessmodel te optimaliseren, terwijl bestuurders en directeuren met een financiële opleidingsachtergrond juist meer op zoek gaan naar kwantitatieve onderbouwing (Graham & Harvey, 2001). Dit zijn kwantitatieve analyses gebaseerd op waarderingmethodieken om investeringsbeslissingen te beoordelen (Harrison, Leith, & Chia, 2007). Op business schools wordt tijdens het MBA-curriculum meer aandacht besteed aan het paradigmatische bewustzijn van CEO's. Hierdoor kunnen zij meer lering trekken uit situaties die zich in organisaties voordoen en zullen zij door deze ervaringen beter in staat worden om een goede investeringsbeslissing te nemen (Harrison, Leith, & Chia, 2007). Harrison et al (2007) stellen in hun publicatie dat moderne managers nog meer bewust moeten zijn van hun paradigma en dat er een taak voor business schools ligt om hier in het curriculum meer aandacht aan te besteden. CEO's met een executive MBA maken dus andere strategische keuzes ten opzichte van CEO's die geen executive MBA hebben (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). Deze strategische keuzes zijn meer opportunistisch omdat deze gekozen strategieën veelal kapitaalintensiever zijn (Bertrand & Schoar, 2003). CEO's met

een executive MBA zijn bereid om voor het nastreven van hun strategie meer vreemd vermogen aan te trekken (Bertrand & Schoar, 2003). Dit maakt deze strategieën meer risicovol ten opzichte van andere strategieën. Uiteindelijk worden de strategische keuzes door de opleidingsachtergrond van de CEO beïnvloed. Ondanks dat een CEO met een executive MBA-achtergrond meer risicovolle strategieën nastreeft, trekt deze CEO meer lering uit eerdere ervaringen (Harrison, Leith, & Chia, 2007). In dit onderzoek wordt verwacht dat een executive MBA-opleiding een versterkend effect op acquisitie ervaring heeft. Een CEO met een executive MBA zal beter in staat zijn om lering uit voorgaande acquisitietrajecten te trekken. Dit versterkt het adaptief leren van de CEO en draagt bij aan het adoptievermogen van de CEO (Henderson, Miller, & Hambrick, 2006) waarmee verschillen tussen organisaties tijdens het integratieproces worden overwonnen (Hitt, Ireland, & Best, 1998). Dit leidt tot de volgende hypothese:

H6: Wanneer een CEO een executive MBA heeft gevolgd, dan zal het effect van persoonlijke acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties van de onderneming toenemen.

2.4 Conceptueel model

De theoretische achtergrond geeft het volgende conceptueel model.



Figuur 2: uitgebreid conceptueel model

3. METHODOLOGIE

3.1 Steekproef

In dit deductieve onderzoek worden hypothesen getest aan de hand van een dataset van binnenlandse acquisities van ondernemingen uit de Verenigde Staten die in de periode van 1 januari 2016 en 31 december 2017 zijn aangekondigd. Door gebruik te maken van een relatief korte periode van twee jaar worden macro-economische invloeden zoals recessies of conjunctuurschommelingen beperkt (Bruton, Oviatt, & White, 1994). Door gebruik te maken van een steekproef van acquisities tot drie jaar terug, zijn de onderzoeksresultaten voldoende actueel om te kunnen valideren tot de huidige markt. In de periode van de steekproef zijn 1.689 acquisities succesvol afgerond waarmee een S&P500 onderneming 100% van de aandelen in de target onderneming heeft verworven. Om effecten die op kleine overnames van invloed zijn uit te sluiten, zijn de acquisities met een overnamesom kleiner dan \$10 miljoen uitgesloten. Dit resulteerde uiteindelijk tot een dataset van in totaal 585 acquisities. De lijst met acquisities bevatte enkele acquisities waarvan de data niet volledig was. Deze acquisities zijn uit de database verwijderd, wat uiteindelijk in een totaal van 289 acquisities resulteert. De dataset is opgebouwd door willekeurige acquisities die uit een beursindex komen zodat de ondernemingen in verschillende sectoren en branches actief zijn, verschillende activiteiten ontplooiën, verschillende omvang hebben qua organisaties en kapitaalintensiviteit.

Dataverzameling

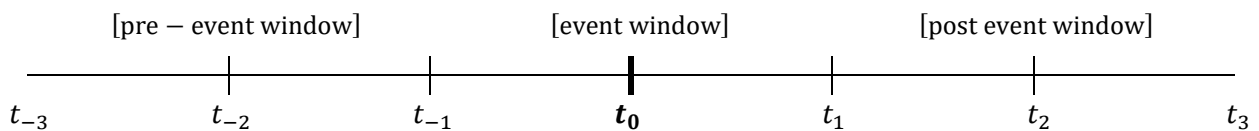
De dataset bevat informatie van Amerikaanse ondernemingen die een binnenlandse overname hebben afgerond en die ingeschreven staan in de S&P500-index. In dit onderzoek worden gegevens van beursgenoteerde ondernemingen verzameld omdat deze informatie openbaar beschikbaar is. Om prestaties van de verschillende acquisities in de verdere analyse goed te kunnen vergelijken, worden gegevens uit één beursindex geraadpleegd. Hiermee worden verschillen in markt rendementen die tussen de verschillende beursindexen aanwezig kunnen zijn weggenomen. De data van de plaatsgevonden acquisities worden verzameld vanuit de database van Thomson Reuters. In deze database zijn alle relevante acquisitieactiviteiten in de Verenigde Staten te filteren naar tijd, omvang, waarde, volume en samenstelling van belangrijkste betrokken (advies)partijen. Tijdens de dataverzameling is het voorgekomen dat specifieke data in Thomson Reuters' database ontbrak. Deze ontbrekende data is vanuit alternatieve bronnen opgezocht zoals persberichten, jaarrapporten en overige nieuwsberichten die openbaar beschikbaar is.

Data van bij de acquisities betrokken CEO's zijn via databases van BoardEx, Thomson Reuters, persberichten, jaarverslagen, LinkedIn en mediabedrijven zoals Forbes verzameld. Deze data is uiteindelijk samengevoegd tot een database van de CEO persoonlijke karakteristieken die betrokken zijn geweest bij de acquisities die hebben plaatsgevonden in 2016 en 2017.

3.2 Variabelen

Afhankelijke variabele

De acquisitieprestaties worden op basis van de cumulatieve abnormale rendementen (CAR) berekend. In deze methode wordt aan de hand van koersontwikkelingen gekeken hoe de markt op een acquisitie reageert. In dit onderzoek wordt de dag waarop de acquisitie wordt aangekondigd aangemerkt als t_0 . Tijdens een acquisitie kan het voorkomen dat gevoelige informatie voorafgaand aan de aankondiging uitlekt en de koersontwikkeling enkele dagen eerder wordt beïnvloed. Daarnaast kunnen acquisities dermate complex zijn, dat de markt tijd nodig heeft om de gevolgen van acquisitie door te rekenen. In dit geval reageert de markt vertragend op acquisitie en wordt het effect van de acquisitie op de koersontwikkeling enkele dagen later zichtbaar. Om deze effecten weg te nemen, wordt in dit onderzoek de CAR berekend over drie periodes. Deze periodes zijn drie, twee en een dag(en) voor- en drie dagen na de aankondiging. Deze event window bestaat uit een pre- en een post- event window. In totaal worden in dit onderzoek de volgende event window onderscheiden: t_{-3} tot t_{-1} , t_{-2} tot t_{-1} en t_{-1} tot t_{+1} .



Het rendement van een onderneming wordt bepaald door op t_x naar R_i te kijken. Dit is te vereenvoudigen tot R_{it} . Hierin is R het rendement op het aandeel van de onderneming door op dag t te kijken naar de koers waarop de onderneming op de beursdag sloot ten opzichte van de koers waarop de onderneming de beursdag opende. Ten behoeve van dit onderzoek is gekeken naar deze koersontwikkelingen in een periode van 220 beursdagen (in kalenderdagen circa een jaar) voorafgaand aan het evenement tot 10 beursdagen na het evenement. Dit geeft informatie over de periode R_{it-220} tot R_{it10} . Aan de hand van deze data wordt het abnormale rendement berekend. Dit kan aan de hand van het Mean Adjusted Returns Model (MAR), het Market Adjusted Returns Model (MKAR) en het Risk Adjusted Returns Model (RAR) (Brown & Warner, 1980; MacKinlay, 1997). Het verschil in deze modellen is dat de MAR de R_{it} corrigeert door te kijken naar het gemiddelde rendement van diezelfde onderneming in een periode voorafgaand aan het evenement, terwijl de MKAR het rendement van de index (in dit onderzoek de SPX-index) van diezelfde dag op R_{it} corrigeert. De meest zuivere vorm om het abnormale rendement van een onderneming te berekenen is de RAR, omdat deze rekening houdt met het rendement van het aandeel over de periode die niet door de SPX-index beweging wordt verklaard (a_i) en waarbij rekening wordt gehouden met de gevoeligheid van het aandeel ten aanzien van de SPX-index beweging (β_i).

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

In dit onderzoek wordt het abnormale rendement AR_{it} volgens de RAR berekend door het verwachte rendement \hat{R}_{it} op het rendement van het aandeel in mindering te brengen.

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

Vervolgens is het mogelijk om aan de hand van de abnormale rendementen van de ondernemingen in de periode t_{-x} tot t_x het cumulatieve abnormale rendement te berekenen. Deze rendementen zijn berekend aan de hand van de abnormale rendementen van enkele dagen voorafgaand het evenement en de abnormale rendementen van enkele dagen na het evenement bij elkaar op te tellen.

$$CAR_t = \sum_{t=1}^n AR_{it}$$

Voor bijvoorbeeld een event window van t_{-1} tot t_1 levert dit de volgende CAR op:

$$CAR_{t_{-1}, t_1} = \sum_{t=1}^n AR_{it}$$

Onafhankelijke variabelen

Acquisitie ervaring van de CEO vormt de onafhankelijke variabele en deze variabele is gemeten door het aantal acquisities waarin de CEO (als directeur) betrokken is geweest bij elkaar op te tellen.

Modererende variabelen

Dienstverband (TMT/CEO)

Dienstverband wordt getoetst in twee verschillende contexten, namelijk in de context van het aantal dienstjaren dat de huidige CEO lid is geweest van het topmanagement van de onderneming en in de context van het aantal dienstjaren dat de huidige CEO heeft opgebouwd in de positie van CEO. Voor beide variabelen zijn het aantal dienstjaren bij elkaar opgeteld.

Leeftijd

De leeftijd van de CEO is in de dataset opgenomen als de leeftijd die de CEO had op het moment dat de CEO bij de acquisitie betrokken is geweest.

Geslacht

Het geslacht van de CEO vormt in de dataset een dichotome variabele (1 = man) (0 = vrouw).

Opleidingsachtergrond

De opleidingsachtergrond van de CEO vormt in de dataset een dichotome variabele (1 = wel in het bezit van een MBA) (0 = niet in het bezit van een MBA).

Controle variabelen

Organisatie acquisitie ervaring

Op gebied van acquisitieprestaties zijn uiteenlopende onderzoeken uitgevoerd die de relatie tussen acquisitie ervaring en acquisitieprestaties beoordelen (Kusewitt, 1985; Hitt, Ireland, & Best, 1998; Haleblian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002; McDonald, Westphal, & Graebner, 2008; Al-Laham, Schweizer, & Amburgey, 2010). Empirische bevindingen vanuit deze onderzoeken zijn verschillend, maar de moderne literatuur legt een non-lineaire relatie (U-vorm) tussen acquisitie ervaring en acquisitieprestaties (Haleblian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002; Nadolska & Barkema, 2007). Organisatie acquisitie ervaring draagt positief bij aan acquisitieprestaties, maar is door adaptief lerend vermogen gelimiteerd (Hayward, 2002; Henderson, Miller, & Hambrick, 2006). Organisatie acquisitie ervaring vormt als controle variabele onderdeel uit van de dataset en betreft alle historische acquisities die door de onderneming zijn uitgevoerd. Naarmate het aantal acquisities toeneemt, wordt verondersteld dat de organisatie meer acquisitie ervaring heeft ontwikkeld.

Diversificatie

Academici zijn verdeeld over het effect van niet-gerelateerde diversificatie op post-acquisitieprestaties. Een substantieel gedeelte van de onderzoeken toont aan dat diversificatie leidt tot minder succesvolle acquisities ten opzichte van gerelateerde acquisities. Bij horizontale- of verticale acquisities is het namelijk voor acquirerende ondernemingen gemakkelijker om middels schaalvoordelen en een groter markt bereik toegevoegde waarde te creëren (Kusewitt, 1985; Porter, 1987; Singh & Montgomery, 1987). De mate van diversificatie is in het onderzoek meegenomen door de primaire drie SIC-codes van de acquirerende onderneming en de geacquireerde onderneming met elkaar te vergelijken. Indien deze SIC-codes met elkaar overeenkomen, wordt deze acquisitie met een 1 aangeduid. Alle overige acquisities die afwijkende SIC-codes hadden, zijn met een 0 aangeduid. De ondernemingen worden dan verondersteld in een afwijkende bedrijfstak actief te zijn waardoor er geen sprake is van een gediversifieerde acquisitie. Deze methode komt overeen met meerdere onderzoeken (Barkema & Vermeulen, 1998; Park, 2003)

Relatieve organisatieomvang

Ondernemingen met een grotere organisatieomvang beschikken over meer middelen die het integratieproces bevorderen (Barkema & Vermeulen, 1998). Daarentegen zijn er ook onderzoeken die een negatieve relatie hebben gevonden tussen relatieve organisatieomvang en acquisitieprestaties (Kusewitt, 1985). Vanwege de potentiële impact die de relatieve organisatieomvang heeft, is de relatieve omvang van organisaties berekend door het aantal FTE van de acquirerende onderneming te delen door het aantal FTE van de geacquireerde onderneming.

Betrokkenheid adviseurs

Meerdere onderzoeken hebben empirisch bewijs gevonden dat wanneer ondernemingen gebruik maken van externe adviseurs, zij beter in staat zijn om strategische beslissingen te nemen en het acquisitieproces tot in het integratieproces goed te overzien (Kale, Kini, & Ryan Jr., 2003; Song, Wei, & Zhou, 2013). De algemene conclusie uit deze onderzoeken is dat het gebruik van adviseurs tijdens de acquisities leiden tot betere acquisitie prestaties, waarbij de reputatie van de adviseurs een belangrijke

rol speelt in de hoogte van het uiteindelijke rendement (Kale, Kini, & Ryan Jr., 2003). In dit onderzoek zijn acquisities waarbij adviseurs bij de acquirerende onderneming betrokken is geweest aangemerkt met een 1 en acquisities waarbij geen adviseurs betrokken zijn geweest aangemerkt met een 0.

Wijze van betaling

In de meeste voorkomende gevallen worden acquisities door middel van cash en/of aandelen gefinancierd. Er is empirisch bewijs gevonden dat er een sterke relatie is tussen de wijze van financiering en hoe de markt hierop reageert. Zo zouden acquisities die met cash worden betaald niet worden beïnvloed door de wijze van betaling en zouden acquisities die door middel van aandelen zijn gefinancierd negatieve koersontwikkelingen ervaren (Travlos, 1987). Dit kan te maken hebben met gedachte dat het management van de acquirerende onderneming de aandelen van de geacquireerde onderneming onderwaardeert, wat impliceert dat wanneer een acquisitie met cash wordt gefinancierd het management hogere rendementen verwacht (King, Dalton, Daily, & Covin, 2004). Vanwege de impact die de wijze van financiering van de acquisitie heeft, is deze determinant als een controle variabele in dit onderzoek meegenomen. Acquisities die uitsluitend met cash zijn gefinancierd zijn aangemerkt met een 1 en acquisities die met alternatieve middelen zijn gefinancierd zijn aangemerkt met een 0.

3.3 Data-analyse

De acquisitiedata in de dataset is per variabele doorlopen op een normale verdeling. Uitbijters in de data zijn door middel van Z-scores geïdentificeerd. Op de onafhankelijke- en modererende variabelen zijn de uitbijters door middel van trimming geëlimineerd. De uitbijters op de afhankelijke variabele zijn door middel van winsorizing geëlimineerd. Voor het testen van de hypothese op deze dataset is de paneldata geanalyseerd door middel van de panelregressiemodule in Stata. Deze panelregressiemodule is uitgevoerd op basis van random effects omdat de paneldata variantie bevat die de afhankelijke variabelen beïnvloeden (Hausman test; $\chi^2=13,31$, $P>0,065$).

4. RESULTATEN

4.1 Beschrijvende statistieken en correlaties

In tabel 1 zijn de beschrijvende statistieken en de correlaties te zien van de data die in dit onderzoek is gebruikt. In dit onderzoek is gekeken naar een periode tot drie dagen voor de aankondiging van de acquisitie tot drie dagen na de aankondiging van de acquisitie. In de analyse is een verdeling gemaakt naar de CAR die over de drie periodes is berekend, namelijk $CAR_{t-1, t1}$, $CAR_{t-2, t2}$ en $CAR_{t-3, t3}$. Het gemiddelde van deze afhankelijke variabelen varieerde tussen 0,066 en 0,170, waarmee kan worden vastgesteld dat de markt gemiddeld genomen positief op de acquisitie aankondigingen reageert. Voorts kan vanuit de statistieken worden geconcludeerd dat circa 24% van de geanalyseerde acquisities niet-gerelateerde acquisities waren en dat bij circa 48% van de acquisities een adviseur betrokken is geweest. Consistent met het onderzoek van Oakley (2000) is het aandeel van vrouwelijke CEO's in de geanalyseerde S&P500-ondernemingen beperkt. Bij 9% van de onderzochte ondernemingen was de CEO een vrouw. De CEO's vormden gemiddeld bijna 12 jaar onderdeel van het topmanagement team en hebben gemiddeld genomen bijna 6 jaar ervaring in de rol als CEO in de organisatie waarin zijn de acquisitie hebben ondernomen. De leeftijd van deze CEO's was gemiddeld 56 jaar, waarbij 45,5% van de CEO's in het bezit was van een executive MBA. De correlatietabel laat zien dat de afhankelijke variabelen $CAR_{t-1, t1}$, $CAR_{t-2, t2}$ positief en significant ($p < 0,05$) correleert met de betrokkenheid van overnameadviseurs. Bij afhankelijke variabele $CAR_{t-3, t3}$ was er ook sprake van een positieve en significante relatie ($p < 0,01$). Verder laten alle afhankelijke variabelen over de verschillende tijdvakken een positieve correlatie op bijna alle controle variabelen zien. Alleen bij de relatieve organisatieomvang zijn alle correlaties over de verschillende tijdvakken negatief en is de wijze waarop de acquisitie is gefinancierd bij $CAR_{t-3, t3}$ negatief. De onafhankelijke variabele, acquisitie ervaring bij de CEO, correleert positief met de afhankelijke variabelen over alle drie de tijdvakken. Tot slot correleren alle persoonlijke karakteristieken (modererende variabelen) positief met de acquisitie ervaring van de CEO (onafhankelijke variabele) waarbij de positieve correlatie van de variabelen dienstverband TMT, dienstverband positie CEO en de leeftijd van de CEO significant ($p < 0,01$) zijn.

Tabel 1
Beschrijvende statistieken en correlaties

| | N | Mean | St. dev. | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | |
|----|------------------------------------|------|----------|--------|---------|---------|-------|----------|--------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|-------|------|------|
| 1 | $CAR_{t-1, t1}$ | 227 | 0,170 | 2,70 | 1,00 | | | | | | | | | | | | | | |
| 2 | $CAR_{t-2, t2}$ | 220 | 0,161 | 3,70 | 0,83*** | 1,00 | | | | | | | | | | | | | |
| 3 | $CAR_{t-3, t3}$ | 221 | 0,066 | 4,37 | 0,69*** | 0,88*** | 1,00 | | | | | | | | | | | | |
| 4 | Organisatie acquisitie ervaring | 226 | 39,91 | 41,62 | 0,11 | 0,12* | 0,10 | 1,00 | | | | | | | | | | | |
| 5 | Gerelateerde overname | 226 | 0,24 | 0,43 | 0,05 | 0,04 | 0,07 | -0,10 | 1,00 | | | | | | | | | | |
| 6 | Relatieve omvang organisatie | 197 | 414,8 | 1874 | -0,01 | -0,02 | -0,02 | 0,19*** | -0,07 | 1,00 | | | | | | | | | |
| 7 | Transactiewaarde | 227 | 1437,8 | 2734,4 | 0,06 | 0,05 | 0,06 | 0,12* | -0,03 | -0,08 | 1,00 | | | | | | | | |
| 8 | Betrokkenheid adviseurs | 227 | 0,48 | 0,50 | 0,14** | 0,14** | 0,11* | 0,11* | -0,01 | -0,06 | 0,42*** | 1,00 | | | | | | | |
| 9 | Wijze van betaling (cash) | 227 | 0,52 | 0,50 | 0,02 | 0,00 | -0,01 | 0,10 | 0,09 | -0,15** | 0,26*** | 0,39*** | 1,00 | | | | | | |
| 10 | Acquisitie ervaring CEO | 227 | 10,9 | 15,0 | 0,05 | 0,08 | 0,08 | 0,56*** | -0,10 | 0,25*** | 0,05 | -0,03 | -0,11* | 1,00 | | | | | |
| 11 | Lengte dienstverb. TMT | 227 | 11,9 | 6,5 | 0,01 | 0,02 | 0,03 | -0,05 | 0,05 | -0,02 | 0,00 | -0,16** | -0,13* | 0,28*** | 1,00 | | | | |
| 12 | Lengte dienstverb. CEO | 227 | 5,8 | 5,3 | 0,10 | 0,13** | 0,12* | 0,02 | -0,05 | 0,01 | 0,06 | -0,11 | -0,13* | 0,50*** | 0,65*** | 1,00 | | | |
| 13 | Leeftijd CEO | 227 | 56,0 | 6,2 | 0,01 | 0,06 | 0,08 | -0,18*** | 0,01 | -0,06 | 0,02 | -0,00 | -0,14** | 0,21*** | 0,39*** | 0,49*** | 1,00 | | |
| 14 | Geslacht CEO | 227 | 0,91 | 0,29 | 0,03 | 0,07 | 0,10 | 0,01 | 0,00 | 0,05 | -0,10 | -0,03 | -0,06 | 0,08 | 0,04 | 0,12* | -0,01 | 1,00 | |
| 15 | Executive MBA | 224 | 0,46 | 0,50 | 0,03 | -0,02 | -0,04 | -0,32 | -0,13* | 0,04 | -0,15** | -0,19*** | -0,13** | 0,06 | -0,07 | 0,07 | 0,04 | 0,02 | 1,00 |

*P < 0,10; **P < 0,05; ***P < 0,01

4.2 Lineaire regressieanalyse

In de regressieanalyse is de invloed van acquisitie ervaring van de CEO op de acquisitieprestaties getest. Deze acquisitieprestaties zijn verdeeld over in totaal drie tijdsvakken, te weten over 3 dagen ($CAR_{t-1, t1}$), 4 dagen ($CAR_{t-2, t2}$) en 5 dagen ($CAR_{t-3, t3}$). Vervolgens zijn de persoonlijke karakteristieken van de CEO op de acquisitie ervaring van de CEO toegevoegd om de interactie daarvan te beoordelen.

Tabel 2
Resultaten van de regressieanalyse met de afhankelijke variabele $CAR_{t-1, t1}$

| Variabelen | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|--|-------------------|-------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|-------------------|----------------------|
| Constante | -0,391 (0,407) | -0,302 (0,416) | -0,005 (0,645) | -0,429 (0,511) | -0,988 (2,411) | -1,762* (0,933) | -0,285 (0,468) | -2,135 (2,655) |
| Organisatie acquisitie ervaring | 0,009* (0,005) | 0,012* (0,006) | 0,015** (0,007) | 0,019*** (0,007) | 0,019*** (0,007) | 0,009 (0,006) | 0,012* (0,007) | 0,021*** (0,007) |
| Gerelateerde overname | 0,363 (0,453) | 0,344 (0,453) | 0,339 (0,451) | 0,374 (0,444) | 0,423 (0,449) | 0,324 (0,448) | 0,320 (0,442) | 0,453 (0,429) |
| Relatieve omvang organisatie | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| Transactiewaarde | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| Betrokkenheid adviseurs | 0,784* (0,448) | 0,777* (0,448) | 0,828* (0,448) | 0,915** (0,443) | 0,694 (0,444) | 0,689 (0,446) | 0,560 (0,433) | 0,473 (0,427) |
| Wijze van betaling (cash) | -0,376 (0,425) | -0,443 (0,431) | -0,479 (0,431) | -0,532 (0,429) | -0,382 (0,429) | -0,330 (0,432) | -0,486 (0,404) | -0,450 (0,400) |
| Acquisitie ervaring CEO | | -0,015 (0,017) | -0,083** (0,041) | -0,095*** (0,003) | -0,381** (0,119) | 0,139* (0,075) | -0,018 (0,020) | -0,229 (0,195) |
| Lengte dienstverband TMT | | | -0,023 (0,041) | | | | | -0,039 (0,051) |
| Lengte dienstverband CEO | | | | 0,037 (0,055) | | | | -0,009 (0,074) |
| Leeftijd CEO | | | | | 0,012 (0,042) | | | 0,013 (0,046) |
| Geslacht CEO | | | | | | 1,600* (0,904) | | 1,841** (0,886) |
| Executive MBA | | | | | | | -0,020 (0,027) | 0,088 (0,503) |
| Acq. ervaring CEO * lengte dienstv. TMT | | | 0,004* (0,002) | | | | | -0,002 (0,004) |
| Acq. ervaring CEO * lengte dienstv. CEO | | | | 0,005* (0,003) | | | | 0,008* (0,005) |
| Acq. ervaring CEO * leeftijd CEO | | | | | 0,006* (0,003) | | | 0,005* (0,003) |
| Acq. ervaring CEO * geslacht CEO | | | | | | -0,155** (0,073) | | -0,206*** (0,071) |
| Acq. ervaring CEO * executive MBA | | | | | | | 0,008 (0,027) | 0,007 (0,026) |
| N | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 | 192 | 192 |
| N (groepen) | 137 | 137 | 137 | 137 | 137 | 137 | 135 | 135 |
| R ² | 0,042 | 0,045 | 0,064 | 0,082 | 0,076 | 0,071 | 0,042 | 0,151 |

*P < 0,10; **P < 0,05; ***P < 0,01

Tabel 2 toont de resultaten van de lineaire regressie voor een periode van een dag voor en een dag na de datum waarop de acquisitie is aangekondigd. Tabel 3 toont de resultaten van de lineaire regressie voor een periode van twee dagen voor en twee dagen na de datum waarop de acquisitie is aangekondigd. Tabel 4 toont de resultaten van de lineaire regressie voor een periode van drie dagen voor en drie dagen na de datum waarop de acquisitie is aangekondigd.

Model 1 omvat de regressieanalyse met alleen de controle variabelen. Deze controle variabelen geven een beperkt verklaring in de variantie van de CAR op alle drie de tijdsvakken ($R^2 = 0,042 / 0,042 / 0,032$). De controle variabele organisatie acquisitie ervaring heeft een positieve invloed op de acquisitieprestatie die marginaal significant is ($p < 0,1$) op de CAR van een en twee dagen. Voorts heeft de variabele betrokkenheid adviseurs een positieve invloed op de acquisitieprestaties die marginaal significant is ($p < 0,1$) op de CAR van een en twee dagen. In model 2 is de onafhankelijke variabele aan de controle variabelen toegevoegd. Hypothese 1 wordt in model 2 getest maar niet ondersteund in modellen 3 t/m 5, waarbij in model 4 de beta van de coëfficiënt sterk significant ($p < 0,01$) was. In model 5 wordt bewijs gevonden die hypothese 1 gedeeltelijk ondersteunt maar is de beta van de coëfficiënt marginaal significant ($p < 0,1$). Hypothese 2 is getest in model 3 door de interactie van de variabele lengte dienstverband TMT toe te voegen. In dit model wordt op de CAR van een dag bewijs gevonden die hypothese 2 lijkt te ondersteunen doordat de beta van de coëfficiënt marginaal significant ($p < 0,1$) is. Alhoewel de R^2 van model 3 in de tabellen 2 en 3 met respectievelijk 0,064 en 0,056 beperkt is, draagt de lengte van het dienstverband van de CEO in het TMT positief bij aan de verklaring van de variantie van acquisitieprestaties. Ditzelfde geldt bij de variabele lengte dienstverband als CEO, waarvan de verklarende waarde toeneemt in model 4 ($R^2 = 0,082 / 0,070$) op de CAR van een en twee dagen. De interactie van de modererende variabele lengte dienstverband CEO geeft een beta van de coëfficiënt die marginaal significant ($p < 0,1$) is op de CAR van een dag. Hiermee wordt een zwak verband aangetoond dat de lengte van het dienstverband van de CEO een positief effect heeft op de mate waarin acquisitie ervaring van de CEO op de CAR van een dag beïnvloedt. Verder wordt in model 4 bewijs gevonden dat organisatie acquisitie ervaring positief bijdraagt aan de ontwikkeling van CAR op een en twee dagen, daar de beta van de coëfficiënt sterk significant ($p < 0,01$) is in tabel 2 en significant ($p < 0,05$) is in tabel 1. Ook wordt in model 4 bewijs gevonden dat wanneer ondernemingen adviseurs tijdens het acquisitieproces betrekken, dit positief bijdraagt aan de ontwikkeling van de acquisitieprestaties. Op de CAR van een dag wordt met een beta van de coëfficiënt die sterk significant ($p < 0,01$) is bewijs gevonden die deze stelling ondersteunt. Ook op de CAR van twee dagen is de beta van de coëfficiënt significant ($p < 0,05$).

In model 5 wordt de variabele leeftijd CEO toegevoegd om de interactie van de leeftijd CEO te beoordelen. De beta van de coëfficiënt van variabele leeftijd CEO is op de CAR van een dag marginaal significant. Het lijkt er dus op dat naarmate de leeftijd van de CEO toeneemt, dit een positief effect heeft op de ontwikkeling van de acquisitieprestaties. Dit geeft een zwak empirisch bewijs voor ondersteuning van hypothese 4. In model 6 wordt de variabele geslacht CEO toegevoegd. Op de CAR van twee dagen wordt een significant ($p < 0,05$) verband gevonden tussen het geslacht van de CEO en de acquisitieprestaties.

Tabel 3
Resultaten van de regressieanalyse met de afhankelijke variabele $CAR_{t-2, t2}$

| Variabelen | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|---------------------|-------------------|--------------------|
| Constante | -0,523 (0,495) | -0,465 (0,508) | -0,054 (0,787) | -0,749 (0,631) | 0,403 (2,914) | -2,403** (1,106) | -0,372 (0,579) | -0,198 (3,334) |
| Organisatie acquisitie ervaring | 0,011* (0,006) | 0,013* (0,008) | 0,015* (0,008) | 0,020** (0,008) | 0,018** (0,008) | 0,010 (0,008) | 0,014* (0,008) | 0,021** (0,009) |
| Gerelateerde overname | 0,420 (0,553) | 0,408 (0,553) | 0,413 (0,552) | 0,444 (0,547) | 0,506 (0,555) | 0,386 (0,548) | 0,335 (0,554) | 0,515 (0,551) |
| Relatieve omvang organisatie | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| Transactiewaarde | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| Betrokkenheid adviseurs | 0,975* (0,541) | 0,971* (0,543) | 1,008* (0,545) | 1,109** (0,541) | 0,897* (0,543) | 0,883* (0,541) | 0,733 (0,539) | 0,662 (0,543) |
| Wijze van betaling (cash) | -0,611 (0,517) | -0,659 (0,527) | -0,702 (0,528) | -0,721 (0,527) | -0,613 (0,528) | -0,528 (0,529) | -0,699 (0,507) | -0,621 (0,512) |
| Acquisitie ervaring CEO | | -0,009 (0,020) | -0,078 (0,050) | -0,083* (0,046) | -0,386* (0,228) | 0,121 (0,089) | -0,009 (0,024) | -0,311 (0,245) |
| Lengte dienstverband TMT | | | -0,033 (0,050) | | | | | -0,075 (0,066) |
| Lengte dienstverband CEO | | | | 0,062 (0,067) | | | | 0,077 (0,096) |
| Leeftijd CEO | | | | | -0,016 (0,051) | | | -0,030 (0,057) |
| Geslacht CEO | | | | | | 2,111** (1,067) | | 2,154** (1,100) |
| Executive MBA | | | | | | | -0,124 (0,649) | -0,031 (0,636) |
| Acq. ervaring CEO * lengte dienstv. TMT | | | 0,004 (0,003) | | | | | 0,000 (0,005) |
| Acq. ervaring CEO * lengte dienstv. CEO | | | | 0,004 (0,003) | | | | 0,004 (0,006) |
| Acq. ervaring CEO * leeftijd CEO | | | | | 0,006* (0,004) | | | 0,006* (0,004) |
| Acq. ervaring CEO * geslacht CEO | | | | | | -0,133 (0,088) | | -0,165* (0,089) |
| Acq. ervaring CEO * executive MBA | | | | | | | -0,004 (0,033) | -0,005 (0,032) |
| N | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | 186 | 186 |
| N (groepen) | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 133 | 131 | 131 |
| R ² | 0,042 | 0,043 | 0,056 | 0,070 | 0,059 | 0,066 | 0,039 | 0,116 |

*P < 0,10; **P < 0,05; ***P < 0,01

In de interactie met acquisitie ervaring van de CEO beïnvloedt een mannelijke CEO de acquisitieprestaties negatief. Dit betekent dat hypothese 5 hiermee niet wordt ondersteund. Voorts is de constante waarde op een CAR van twee en drie dagen significant ($p < 0,05$). In model 7 wordt variabele executive MBA toegevoegd, maar wordt in de interactie op de onafhankelijke variabele geen significant verband gevonden. Hypothese 6 kan derhalve niet worden beantwoord. In het laatste model (model 8) worden alle variabelen toegevoegd. Het resultaat hiervan is dat deze variabelen gezamenlijk de variantie van de CAR op een dag voor 15,1% ($R^2 = 0,151$) verklaren. Naarmate de

tijdperiode waarop de CAR wordt beoordeeld groter wordt, neemt de verklarende variantie af. Op een CAR van twee dagen is dit 11,6% ($R^2 = 0,116$) en van drie dagen 8,9% ($R^2 = 0,089$). Tot slot levert tabel 2 bewijs voor een sterk significant ($p < 0,01$) verband van organisatie acquisitie ervaring op de CAR en een sterk significant verband van het geslacht van de CEO op persoonlijke acquisitie ervaring.

Tabel 4
Resultaten van de regressieanalyse met de afhankelijke variabele $CAR_{t-3, t3}$

| Variabelen | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|-------------------|--------------------|
| Constante | -0,373 (0,574) | -0,374 (0,591) | -0,290 (0,924) | -0,872 (0,740) | -1,621 (3,406) | -3,105** (1,273) | -0,263 (0,682) | -2,934 (4,001) |
| Organisatie acquisitie ervaring | 0,010 (0,007) | 0,009 (0,009) | 0,111 (0,009) | 0,014 (0,009) | 0,017* (0,009) | 0,067 (0,009) | 0,010 (0,009) | 0,017 (0,011) |
| Gerelateerde overname | 0,543 (0,651) | 0,545 (0,653) | 0,545 (0,656) | 0,570 (0,650) | 0,615 (0,656) | 0,521 (0,643) | 0,382 (0,660) | 0,561 (0,668) |
| Relatieve omvang organisatie | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| Transactiewaarde | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| Betrokkenheid adviseurs | 0,869 (0,637) | 0,880 (0,639) | 0,920 (0,645) | 0,998 (0,641) | 0,798 (0,639) | 0,784 (0,633) | 0,555 (0,644) | 0,380 (0,653) |
| Wijze van betaling (cash) | -0,674 (0,609) | -0,679 (0,622) | -0,707 (0,626) | -0,695 (0,626) | -0,614 (0,624) | -0,508 (0,621) | -0,655 (0,608) | -0,458 (-0,617) |
| Acquisitie ervaring CEO | | 0,001 (0,023) | -0,032 (0,059) | -0,032 (0,055) | -0,339 (0,268) | 0,166 (0,104) | 0,004 (0,028) | -0,243 (0,296) |
| Lengte dienstverband TMT | | | -0,006 (0,060) | | | | | 0,062 (0,079) |
| Lengte dienstverband CEO | | | | 0,096 (0,079) | | | | 0,060 (0,115) |
| Leeftijd CEO | | | | | 0,022 (0,060) | | | 0,004 (0,069) |
| Geslacht CEO | | | | | | 2,974** (1,224) | | 3,013** (1,316) |
| Executive MBA | | | | | | | -0,125 (0,757) | 0,017 (0,761) |
| Acq. ervaring CEO * lengte dienstv. TMT | | | 0,002 (0,003) | | | | | 0,000 (0,006) |
| Acq. ervaring CEO * lengte dienstv. CEO | | | | 0,001 (0,004) | | | | 0,002 (0,007) |
| Acq. ervaring CEO * leeftijd CEO | | | | | 0,005 (0,004) | | | 0,006 (0,048) |
| Acq. ervaring CEO * geslacht CEO | | | | | | -0,169* (0,102) | | -0,187* (0,107) |
| Acq. ervaring CEO * executive MBA | | | | | | | -0,008 (0,038) | -0,012 (0,039) |
| N | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | 189 | 186 | 186 |
| N (groepen) | 134 | 134 | 134 | 134 | 134 | 134 | 132 | 132 |
| R ² | 0,032 | 0,032 | 0,035 | 0,047 | 0,049 | 0,065 | 0,029 | 0,089 |

*P < 0,10; **P < 0,05; ***P < 0,01

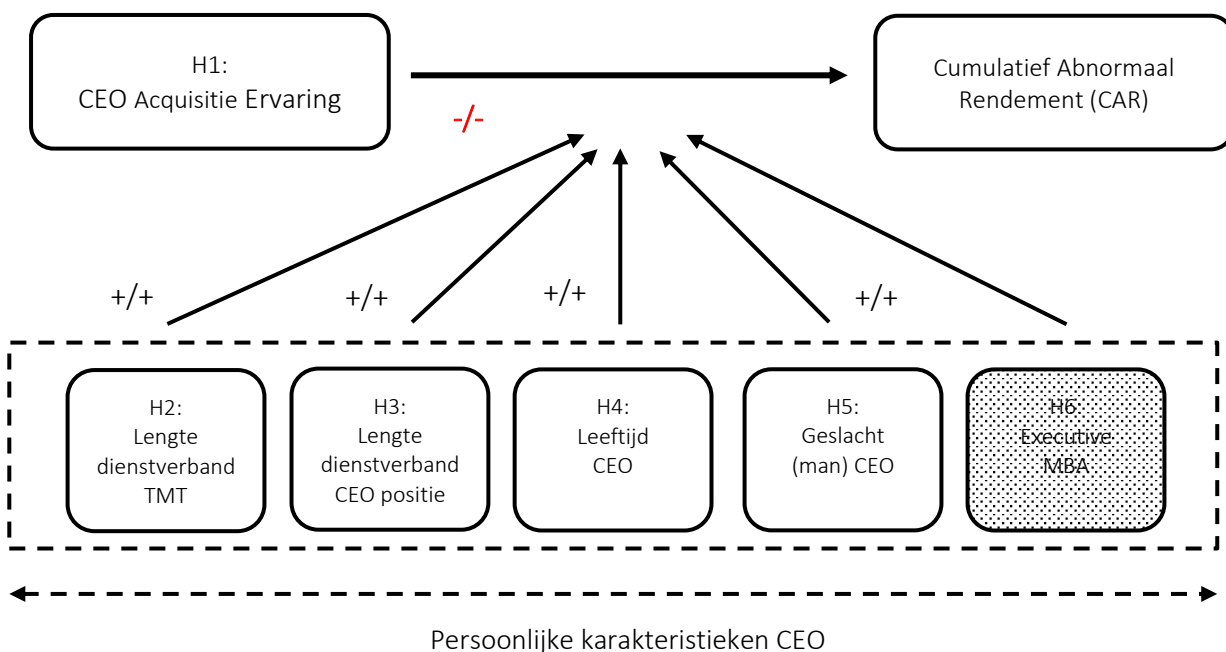
4.3 Additionele analyses

CEO acquisitie ervaring: In de regressieanalyses in paragraaf 4.2. is CEO acquisitie ervaring als een lineair verband op acquisitieprestaties getoetst. Een additionele regressieanalyse is uitgevoerd om een non-lineair effect van CEO acquisitie ervaring op acquisitieprestaties te toetsen. Deze additionele analyse heeft niet tot aanvullende inzichten geleid. Op de CAR in alle drie de tijdsvakken waren de coëfficiënten niet significant.

Effect grotere transactiewaarde: In de regressieanalyses in paragraaf 4.2 zijn acquisities geanalyseerd die in transactiewaarde variëren van \$ 10 miljoen tot \$ 1,8 miljard. Een additionele regressieanalyse is uitgevoerd met de grootste 120 acquisities in de dataset. Het effect van deze analyse is dat de coëfficiënten over de controle- en modererende variabelen toenemen. Op de CAR van een dag neemt de R^2 toe tot 26,7% (ten opzichte van 15,1% in tabel 1). Naarmate de transactiewaarde van acquisities toeneemt, lijkt de invloed van de CEO toe te nemen. Een vergelijkend overzicht is in de bijlage toegevoegd.

4.4 Schematisch overzicht resultaten

De resultaten zijn in onderstaande conceptueel model samengevat. Hypothese 1 wordt niet ondersteund, daar CEO acquisitie ervaring een negatief effect op de acquisitieprestaties laat zien. Voor hypothese 2 tot en met 5 wordt in dit onderzoek bewijs gevonden die deze hypothesen ondersteunen. Hypothese 6 kan op basis van dit onderzoek niet worden beantwoord omdat de resultaten niet significant zijn.



Figuur 3: resultaten samengevat in het conceptueel model

5. CONCLUSIE EN DISCUSSIE

5.1 Conclusie en discussie

Acquisities hebben in de afgelopen decennia een belangrijk onderdeel van bedrijfsstrategieën gevormd omdat acquisities organisaties in staat stelt om in een relatief korte tijd snel te groeien of toegang te geven tot nieuw (intellectueel) kapitaal (Amihud & Lev, 1981; Barney, 1988; Walsh, 1988; Seth, 1990; Barkema & Vermeulen, 1998; Bower, 2001). Dit onderzoek levert een bijdrage aan de bestaande literatuur door met een meer gedifferentieerde analyse naar de acquisitie ervaring als determinant voor het succes van acquisities te kijken. In dit onderzoek is gekeken welke effecten persoonlijke karakteristieken van de CEO op de acquisitieprestaties van een onderneming hebben. Dit is uitgevoerd door de persoonlijke karakteristieken als modererende variabelen op de persoonlijke acquisitie ervaring van de CEO te toetsen en om daarmee de resultaten in de vorm van cumulatieve abnormale rendementen meetbaar te maken. Dit onderzoek heeft het verband tussen de persoonlijke karakteristieken van de CEO en acquisitieprestaties aangetoond. Dit betekent dat de achtergrond van een CEO van invloed is op de potentiële rendement die een onderneming met een acquisitie genereert. Doordat in dit onderzoek de verschillende persoonlijke karakteristieken van een CEO door middel van verschillende hypothesen zijn getest, kan vanuit de onderzoeksresultaten worden geleid welke invloed de specifieke karakteristieken op persoonlijke acquisitie ervaring en de acquisitieprestaties hebben. Zo is vastgesteld dat de leeftijd en de lengte van het dienstverband van de CEO belangrijke determinanten zijn die organisatiegedrag kunnen beïnvloeden. De mogelijke verklaring hierachter is dat naarmate de leeftijd en ervaring van een CEO toeneemt, ook het signalerend vermogen van deze CEO toeneemt. Hierdoor zal de CEO tijdens het acquisitieproces beter in staat zijn om verschillen tussen organisaties te overwinnen. Dat de lengte van het dienstverband een positieve invloed heeft, valt mogelijk te verklaren dat naarmate een CEO langer in de onderneming werkzaam is hij de organisatie meer naar eigen hand heeft gezet. Dit betekent dat de organisatie meer in lijn gaat liggen met de strategische uitgangspunten die de CEO nastreeft. Tot slot bevestigt dit onderzoek het positieve verband tussen organisatie acquisitie ervaring en acquisitieprestaties. Dit betekent dat naarmate een organisatie meer acquisitie ervaring heeft, dit de prestaties vanuit acquisities vergroot. Deze bevinding is consistent met de bestaande academische literatuur.

Dit onderzoek levert statistisch bewijs dat naarmate een organisatie meer acquisitie ervaring heeft, dit een significant positieve invloed heeft op de CAR van alle drie de onderzochte perioden. Dit bevestigt de bevindingen van de bestaande literatuur (Haleblian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002; Nadolska & Barkema, 2007). Echter wordt in dit onderzoek in tegenstelling tot de onderzoeken van Krol et al (2008) en McDonald et al (2008) geen statistisch bewijs gevonden voor een positief verband tussen persoonlijke acquisitie ervaring van de CEO op de CAR. Op een CAR van 1 dag en 2 dagen wordt een significant negatieve invloed van persoonlijke acquisitie ervaring van de CEO op de acquisitieprestaties gevonden. Dit empirische bewijs geeft geen ondersteuning voor hypothese 1. Vanuit de literatuur werd verondersteld dat persoonlijke acquisitie ervaring van de CEO een positieve invloed op de acquisitieprestaties heeft. Een negatief effect van persoonlijke acquisitie ervaring van de CEO op de CAR kan aansluiten op bevindingen vanuit eerdere onderzoeken. Ten eerste kan dit worden verklaard

doordat de onderneming in de steekproef een grote organisatieomvang hebben, wat kan betekenen dat ondernemingen met deze organisatiegrootte acquisities ook door lagere managementniveaus laat uitvoeren. Hierdoor zal de CEO onvoldoende in staat zijn om invloed op het acquisitieproces uit te voeren (Dutta, MacAulay, & Saadi, 2011). Een tweede verklaring zou kunnen zijn dat wanneer de CEO dermate veel persoonlijke acquisitie ervaring geniet, dit kan leiden tot overschatting of vooroordelen bij de CEO tijdens de selectie en uitvoering van de acquisitie (Haleblian & Finkelstein, 1999; Hayward, 2002). Consistent met het onderzoek van Henderson et al (2006) kan dit ermee te maken hebben dat de CEO naar verloop van tijd vast kan komen te zitten in zijn eigen paradigma omdat het adaptief lerend vermogen wordt gelimiteerd door vooroordelen en overschatting (Hayward, 2002). Een derde mogelijke verklaring kan zijn dat de persoonlijke acquisitie ervaring van de CEO zeer specifieke acquisitie ervaring betreft en dat kennis vanuit eerdere ervaringen niet tijdens nieuwe acquisitietrajecten kan worden toegepast (Haleblian & Finkelstein, 1999). Een beter begrip van de invloed van persoonlijke acquisitie ervaring van de CEO op de acquisitieprestaties kan middels een vervolgonderzoek worden verkregen. Hierin kan acquisitie ervaring van de CEO specifiek worden onderzocht door dieper te kijken naar gerelateerde acquisitie ervaring, niet gerelateerde acquisitie ervaring en de tijdsperiode waarin de CEO de acquisitie ervaring heeft opgedaan.

Verder heeft de analyse van dit onderzoek een significant en positief bewijs op de CAR van 1 dag geleverd die hypothese 2 bevestigt. Dit betekent dat naarmate de lengte van het dienstverband van de CEO in het topmanagement team toeneemt, het effect van persoonlijke acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties van de onderneming toeneemt. Dit bewijs komt overeen met verschillende onderzoeken die gekeken hebben naar de impact die de lengte van het dienstverband van de CEO binnen topmanagement teams en welke invloed dit heeft op de winstgevendheid van de onderneming (Hambrick & Fukutomi, 1991; Henderson, Miller, & Hambrick, 2006; Luo, Kanuri, & Andrews, 2014). Verklaring hiervoor is dat naarmate een directeur langer onderdeel van het topmanagement team vormt, hij beter in staat zal zijn de processen in de organisatie te doorgronden en hier invloed op uit te oefenen. Deze invloed wordt groter naarmate de CEO langer de positie van CEO bekleedt, zoals statistisch significant wordt aangetoond op de CAR van 1 dag voor en nadat de aankondiging is aangekondigd. Dit ondersteunt ook hypothese 3. Vanuit de literatuur moet benadrukt worden dat deze positieve invloed mogelijk gelimiteerd is, omdat een CEO naar verloop van tijd vast kan komen te zitten in zijn eigen paradigma (McClelland, Liang, & Barker III, 2010). Dit heeft tot het gevolg dat zijn paradigma naar verloop van tijd niet meer aansluit op de ontwikkelingen die zich in de markt voordoen (Lewis, Walls, & Dowell, 2014). Wanneer dit moment zich bij de CEO voordoet is contextafhankelijk en wordt onder andere beïnvloed door de omgevingsdynamiek waarin de onderneming actief is (Lewis, Walls, & Dowell, 2014).

Gebaseerd op de bevindingen vanuit de literatuur, is in deze studie het effect van de leeftijd van de CEO als modererend effect op de persoonlijke acquisitie ervaring van de CEO getest. Op zowel de CAR van 1 als 2 dagen heeft de leeftijd van de CEO een significant positieve invloed op de acquisitie ervaring van de CEO. Dit geeft het inzicht dat naarmate de leeftijd van de CEO toeneemt, het effect van de acquisitie ervaring van de CEO op de acquisitieprestaties wordt vergroot. Dit kan worden verklaard door het verband tussen de leeftijd en ervaring van de CEO (Crossland, Zyung, Hiller, & Hambrick,

2014). Meer ervaring vergroot het adoptievermogen dat vervolgens bijdraagt aan het signaleren en overbruggen van culturele- en technische verschillen tussen de ondernemingen tijdens een acquisitie (Hitt, Ireland, & Best, 1998). Hypothese 4 wordt hiermee bevestigd. Echter geldt ook hierbij dat dit voordeel mogelijk gelimiteerd is (McClelland, Liang, & Barker III, 2010).

In tegenstelling tot de verwachtingen vanuit de literatuur, levert dit onderzoek geen bewijs die hypothese 5 ondersteunt. Verwacht werd dat CEO's beter in staat zijn hun persoonlijke voorkeuren, invloed en machtspositie te gebruiken wanneer de CEO van het mannelijke geslacht is (Eagly & Carli, 1981). Ook zouden mannelijke CEO's meer overtuigingskracht op de organisatie hebben omdat zij vanuit nature het voordeel genieten meer deskundigheidskracht te genieten (Carli, 1989). Maar in deze studie wordt op de CAR van 1 en 2 dagen statistisch significant bewijs gevonden dat wanneer een CEO van het mannelijke geslacht is, dit het effect van persoonlijke acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties negatief beïnvloedt. Allereerst kan dit worden veroorzaakt doordat een mannelijke CEO minder goed in staat is om de innovatiekracht in een organisatie te bevorderen dan een vrouwelijke CEO dat kan (Dezsó & Ross, 2012). Ten tweede kan dit veroorzaakt worden doordat een CEO van het mannelijke geslacht minder goed in staat is zich open te stellen voor veranderingen dan vrouwen (Musteen, Barker III, & Baeten, 2006). Ten derde kan dit veroorzaakt worden doordat de CEO vanuit nature meer risico's opzoekt (Powell & Ansic, 1997; Watson & Robinson, 2003; Smith, 2007). Dit kan een vaardigheid zijn die tijdens risicovolle evenementen zoals acquisitietrajecten goed van pas kan komen.

Tot slot werd met hypothese 6 verwacht dat een executive MBA het effect van persoonlijke acquisitie ervaring van de CEO op de acquisitieprestaties zou versterken. De voornaamste verklaring hiervoor is dat onderzoek heeft aangetoond dat CEO's met een executive MBA meer lering trekken uit acquisities die in een eerder stadium hebben plaatsgevonden (Harrison, Leith, & Chia, 2007). Tijdens het curriculum van de executive MBA zouden business schools volgens Harrison et al (2007) meer aandacht worden besteden aan het paradigmatische bewustzijn van de CEO en hierdoor betere investeringsbeslissingen kunnen nemen. Het effect van de executive MBA is op de acquisitie ervaring van de CEO getoetst en laat verschillende uitkomsten zien. Zo laat de CAR op 1 dag een positief verband laten zien, terwijl de CAR op 2 en 3 dagen een negatief verband laten zien. Uiteindelijk levert de variabele van de executive MBA op geen van de afhankelijke variabelen significante verbanden zien. Dit betekent dat er statistisch geen betrouwbare uitspraak kan worden gedaan over hypothese 6 van dit onderzoek. Vervolgonderzoek kan bijdragen om hier een duidelijk antwoord op te krijgen.

5.2 Beperkingen van het onderzoek

Op dit onderzoek zijn enkele beperkingen van toepassingen die de lezer in overweging dient te nemen. Ten eerste is dit onderzoek uitgevoerd op basis van een steekproef onder beursgenoteerde bedrijven uit de Verenigde Staten. Dit betekent dat de onderzoeksresultaten zich sterk concentreren op de situatie zoals deze zich bij deze S&P500 ondernemingen zich voordoen en dat deze niet direct kunnen worden gegeneraliseerd tot ieder willekeurige andere onderneming qua andere grootte of uit andere landen. Wanneer onderzoeksresultaten worden gegeneraliseerd tot ondernemingen van een andere organisatieomvang, kunnen effecten van persoonlijke karakteristieken van de CEO wijzigen. Verwacht

kan worden dat wanneer de organisatieomvang kleiner is, de CEO beter overziet wat er in de organisatie gebeurt en hier gemakkelijk invloed op kan uitoefenen.

Een tweede beperking van dit onderzoek is dat de dataset beperkt is in haar diepgang. Deze dataset is specifiek voor dit onderzoek is samengesteld vanuit databases van Thomson One en BoardEx. Deze databases hebben beperkte diepgang om meer gedetailleerde informatie over de verschillende vormen van organisatie acquisitie ervaring en persoonlijke acquisitie ervaring van de CEO inzichtelijk te maken. Diverse onderzoeken hebben aangetoond dat acquisitie ervaring als een heterogene determinant moet worden beschouwd om de verschillende vormen van invloed op de acquisitieprestaties te kunnen beoordelen (Nadolska & Barkema, 2007; Kroll, Walters, & Wright, 2008). Hierbij valt te denken aan verschillende acquisitie ervaringen naar sector, branche, diversificatie en acquisitievorm. Vervolgonderzoek zou hier een meer gedetailleerde en gedifferentieerde analyse naar kunnen uitvoeren. Het mogelijke gevolg hiervan kan zijn dat de onderzoeksresultaten een bredere verklaring (hogere R-square) zullen geven.

Een derde beperking van dit onderzoek zit in de wijze waarop acquisitieprestaties van de onderzochte ondernemingen zijn getoetst. Dit heeft plaatsgevonden middels de berekende cumulatieve abnormale rendementen over een periode van in totaal drie dagen voorafgaande de aankondigingsdatum van de acquisitie en drie dagen na de aankondigingsdatum van de acquisitie. Dit betekent dat acquisitieprestaties in dit onderzoek gebaseerd zijn op koersontwikkelingen die op relatief korte termijn rond de aankondiging van de acquisitie hebben plaatsgevonden. De resultaten van dit onderzoek beperken zich derhalve tot de korte termijn van de acquisitie en kunnen dus niet worden gegeneraliseerd tot effecten van acquisities op de lange termijn. Op de lange termijn kunnen variabelen uit dit onderzoek anders met elkaar in verband komen te staan met het gevolg dat acquisitieprestaties hier anders door worden beïnvloed.

Een vierde beperking zit in de diepgang van de data in de dataset. Bij het samenstellen van de dataset deden zich praktische implicaties voor omdat relevante data als gevolg van de beperkt omvang van geacquireerde ondernemingen niet openbaar beschikbaar was. Zo is bij de controle variabele van de relatieve organisatieomvang gekeken naar de verhouding van het aantal medewerkers tussen de twee organisaties die in de acquisitie betrokken zijn omdat omzetgegevens en balansgegevens niet bij alle acquisities voorhanden was. In de praktische uitvoering van dit onderzoek zijn deze medewerkersaantallen uit persberichten, (financiële) verslagen en websites verzameld. In de praktijk bleek dat deze aantallen per bron sterk konden verschillen, waardoor gekozen is om hiervan een gewogen gemiddelde te nemen. Deze keuzes zijn vanuit praktisch oogpunt genomen, maar zijn potentieel van invloed op de onderzoeksresultaten in dit onderzoek. Meer gedetailleerde en betrouwbare informatie zal de betrouwbaarheid van de onderzoeksresultaten vergroten.

5.3 Management implicaties

De bevindingen uit dit onderzoek leveren voor ondernemers, bestuurders, directeuren, managers en consultants nieuwe inzichten over welke determinanten positief en negatief aan acquisitieprestaties bijdragen. Dit onderzoek laat zien welke invloed de persoonlijke karakteristieken van een CEO hebben op het effect van CEO acquisitie ervaring op de acquisitieprestaties. Professionele partijen kunnen groei van aandeelhouderswaarde stimuleren wanneer zij in de pre-acquisitiefase rekening houden met determinanten en modererende factoren die positief aan acquisitieprestatie bijdragen. Met dit onderzoek zullen zij beter in staat zijn om succesfactoren van acquisities te begrijpen en verliezen uit acquisities te minimaliseren. Toch dient benadrukt te worden dat het merendeel van de acquisities mis gaat en niet de vooraf gewenste waarde toevoegt. Dit betekent dat professionele partijen zich moeten realiseren dat acquisities complexe en risicovolle investeringen zijn die vooraf zeer zorgvuldig moeten worden afgewogen. Voor deze investeringsafwegingen is het belangrijk om te kijken naar eerdere transacties en welke lessen vanuit deze transacties zijn geleerd. In dit onderzoek is getracht een verdiepende analyse uit te voeren om succesvolle acquisities beter te leren begrijpen.

DANKWOORD

Deze master scriptie is geschreven als onderdeel van het examen voor mijn Master of Science in Business Administration aan de Rotterdam School of Management, Erasmus University. Langs deze weg wil ik iedereen die betrokken is geweest bij de totstandkoming van dit onderzoek hartelijk bedanken voor de inbreng, hulp en support. In het bijzonder mijn coach dr. Raymond van Wijk en mijn mee-lezer dr. René Olie.

LITERATUUR

- Al-Laham, A., Schweizer, L., & Amburgey, T. L. (2010).** Dating before marriage? Analyzing the influence of pre-acquisition experience and target familiarity on acquisition success in the “M&A as R&D” type of acquisition. *Scandinavian Journal of Management*, 25-37.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981).** Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 12, No. 2, 605 - 617.
- Ardichvili, A., Cardozo, R., & Ray, S. (2003).** A Theory of Entrepreneurial Opportunity Identification and Development. *Journal of Business Venturing*, 105-123.
- Bagchi, P., & Rao, R. P. (1992).** Decision Making in Mergers: An Application of the Analytic Hierarchy Process. *Managerial and Decision Economics*, 91-99.
- Barkema, H. G., & Bell, J. H. (1996).** Foreign entry, cultural barriers and learning. *Strategic Management Journal*, Vol. 17, 151 - 166.
- Barkema, H. G., & Vermeulen, F. (1998).** International Expansion: Through Start-up or Acquisition: A Learning Perspective. *Academy of Management Journal*, 7-26.
- Barney, J. B. (1988).** Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis. *Strategic Management Journal*, Vol. 9, 71 - 78.
- Bass, B. M. (1999).** Two Decades of Research and Development in Transformational Leadership. *European Journal of Work and Organizational Psychology*, 9-32.
- Bauer, F., & Matzler, K. (2014).** Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 269-291.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003).** Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 1169-1208.
- Bhagat, S., Bolton, B. J., & Subramanian, A. (2010).** CEO Education, CEO Turnover, and Firm Performance. *SSRN*, 1-49.
- Bower, J. L. (2001).** Not All M&As are Alike and That Matters. *Harvard Business Review*, 92-101.
- Bromiley, P., & Rau, D. (2016).** Social, Behavioral, and Cognitive Influences on Upper Echelons During Strategy Process: A Literature Review. *Journal of Management*, 174-202.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980).** Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics*, 205-258.
- Bruton, G. D., Oviatt, B. M., & White, M. A. (1994).** Performance of Acquisitions of Distressed Firms. *Academy of Management*, 972-989.
- Cao, Q., Maruping, L. M., & Takeuchi, R. (2006).** Disentangling the Effects of CEO Turnover and Succession on Organizational Capabilities: A Social Network Perspective. *Organization Science*, 563-576.

- Carli, L. L. (1989).** Gender Differences in Interaction Style and Influence. *Journal of Personality and Social Psychology*, 565-576.
- Carli, L. L. (1999).** Gender, Interpersonal Power, and Social Influence. *Journal of Social Issues*, 81-99.
- Chu, L.-C., & Lai, C.-C. (2011).** A Research on the Influence of Leadership Style and Job Characteristics on Job Performance among Accountants of County and City Government in Taiwan. *Public Personnel Management*, 101-118.
- Crossland, C., Zyung, J., Hiller, N. J., & Hambrick, D. C. (2014).** Ceo Career Variety: Effects on Firm-Level Strategic and Social Novelty. *Academy of Management Journal*, 652-674.
- Darmadi, S. (2013).** Board members' education and firm performance: evidence from a developing economy. *International Journal of Commerce and Management*, 113-135.
- Datta, D. K. (1991).** Organizational Fit and Acquisition Performance: Effects of Post-Acquisition Integration. *Strategic Management Journal*, 281-297.
- Datta, D. K., & Guthrie, J. P. (1994).** Executive Succession: Organizational Antecedents of CEO Characteristics. *Strategic Management Journal*, 569-577.
- Dezsó, C. L., & Ross, D. G. (2012).** Does Female Representation in Top Management Improve Firm Performance? A Panel Data Investigation. *Strategic Management Journal*, 1072-1089.
- Dixon-Fowler, H. R., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (2013).** Strength in Numbers or Guilt by Association? Intragroup Effects of Female Chief Executive Announcements. *Strategic Management Journal*, 1488-1501.
- Dodgson, M. (1993).** Organizational Learning: A Review of Some Literatures. *Organizational Studies*, Vol 14, 375 - 394.
- Dutta, S., MacAulay, K., & Saadi, S. (2011).** CEO power, M&A decisions, and market reactions. *Journal of Multinational Financial Management*, 257-278.
- Eagly, A. H., & Carli, L. L. (1981).** Sex of Researchers and Sex-Typed Communications as Determinants of Sex Differences in Influenceability: A Meta-Analysis of Social Influence Studies. *Psychological Bulletin*, 1-20.
- Eagly, A. H., Wood, W., & Fishbaugh, L. (1981).** Sex Differences in Conformity: Surveillance by the Group as a Determinant of Male Nonconformity. *Journal of Personality and Social Psychology*, 384-394.
- Fern, M. J., Cardinal, L. B., & O'Neill, H. M. (2012).** The Genesis of Strategy in New Ventures: Escaping the Constraints of Founder and Team Knowledge. *Strategic Management Journal*, 427-447.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009).** Executive Experiences and Organizational Outcomes. In S. Finkelstein, D. C. Hambrick, & A. A. Cannella, *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*. (pp. 83-120). Oxford: Oxford University Press.
- Geletkanycz, M. A., & Hambrick, D. C. (1997).** The External Ties of Top Executives: Implications for Strategic Choice and Performance. *Administrative Science Quarterly*, 654-681.

- Gottesman, A. A., & Morey, M. R. (2004).** Does a Better Education Make for Better Managers? An Empirical Examination of CEO Educational Quality and Firm Performance. *SSRN*, 1-28.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001).** The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 187-243.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1999).** The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, 29-56.
- Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D. (1991).** The Seasons of a CEO's Tenure. *Academy of Management Review*, 719-742.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984).** Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*, 193-206.
- Harrison, R. T., Leith, C. M., & Chia, R. (2007).** Developing Paradigmatic Awareness in University Business Schools: The Challenge for Executive Education. *Academy of Management*, 332-343.
- Hayward, M. L. (2002).** When Do Firms Learn From Their Acquisition Experience? Evidence From 1990-1995. *Strategic Management Journal*, 21-39.
- Henderson, A. D., Miller, D., & Hambrick, D. C. (2006).** How Quickly do CEOs become Obsolete? Industry Dynamism, CEO Tenure, and Company Performance. *Strategic Management Journal*, 447-460.
- Herrmann, P., & Datta, D. K. (2006).** CEO Experiences: Effects on the Choice of FDI Entry Mode*. *Journal of Management Studies*, 755-778.
- Hitt, M., Ireland, R., & Best, A. (1998).** Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms. *British Journal of Management*, 91-114.
- IMAA-Institute. (2019, Januari).** Opgehaald van <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA). (2019, Januari). Opgehaald van <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- Ivey, G. W., & Kline, T. J. (2009).** Transformational and active transactional leadership in the Canadian military. *Leadership & Organization Development Journal*, 246-262.
- Jemison, D., & Sitkin, S. (1986).** Corporate Acquisitions: A Process Perspective. *Academy of Management Review*, 145-163.
- Jost, J. T., Banaji, M. R., & Nosek, B. A. (2004).** A decade of system justification theory: Accumulated evidence of conscious and unconscious bolstering of the status quo. *Political Psychology*, 881-919.
- Jung, D. D., Wu, A., & Chow, C. W. (2008).** Towards understanding the direct and indirect effects of CEOs' transformational leadership on firm innovation. *The Leadership Quarterly*, 582-594.
- Kale, J. R., Kini, O., & Ryan Jr., H. E. (2003).** Financial Advisors and Shareholder Wealth Gains in Corporate Takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 475-501.

- Karaevli, A., & Zajac, E. J. (2013).** When Do Outsider CEOs Generate Strategic Change? The Enabling Role of Corporate Stability. *Journal of Management Studies*, 1267-1294.
- Kay, A. C., Gaucher, D., Peach, J. M., Laurin, K., Friesen, J., Zanna, M. P., & Spencer, S. J. (2009).** Inequality, Discrimination, and the Power of the Status Quo: Direct Evidence for a Motivation to See the Way Things Are as the Way They Should Be. *Journal of Personality and Social Psychology*, 421-434.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004).** Meta-analyses of post-acquisition performance: indicators of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, Vol. 25, 187 - 200.
- Kroll, M., Walters, B. A., & Wright, P. (2008).** Board Vigilance, Director Experience, and Corporate Outcomes. *Strategic Management Journal*, 363-382.
- Kusewitt, J. B. (1985).** An Exploratory Study of Strategic Acquisition Factors Relating to Performance. *Strategic Management Journal*, 151-169.
- Laamanen, T., & Keil, T. (2008).** Performance of serial Acquirers: Toward an acquisition program perspective. *Strategic Management Journal*, 663-672.
- Lewis, B. W., Walls, J. L., & Dowell, G. S. (2014).** Differences in Degrees: CEO Characteristics and Firm Environmental Disclosure. *Strategic Management Journal*, 712-722.
- Luo, X., Kanuri, V. K., & Andrews, M. (2014).** How does CEO Tenure matter? The mediating role of Firm-Employee and Firm-Customer Relationships. *Strategic Management Journal*, 492-511.
- MacKinlay, A. C. (1997).** Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, Vol 35, No. 1, 13-39.
- McClelland, P. L., Liang, X., & Barker III, V. L. (2010).** CEO Commitment to the Status Quo: Replication and Extension Using Content Analysis. *Journal of Management*, 1251-1277.
- McDonald, M. L., Westphal, J. D., & Graebner, M. E. (2008).** What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. *Strategic Management Journal*, 1155-1177.
- Musteen, M., Barker III, V. L., & Baeten, V. L. (2006).** CEO attributes associated with attitude toward change: The direct and moderating effects of CEO tenure. *Journal of Business Research*, 604-612.
- Nadolska, A., & Barkema, H. G. (2007).** Learning to internationalise: the pace and success of foreign acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 1170-1186.
- Ng, E. S., & Sears, G. J. (2012).** CEO Leadership Styles and the Implementation of Organizational Diversity Practices: Moderating Effects of Social Values and Age. *Journal of Business Ethics*, 41-52.
- Oakley, J. G. (2000).** Gender-based Barriers to Senior Management Positions: Understanding the Scarcity of Female CEOs. *Journal of Business Ethics*, 321-334.
- Park, C. (2003).** Prior Performance Characteristics of Related and Unrelated Acquirers. *Strategic Management Journal*, 471-480.

- Peterson, S. J., Galvin, B. M., & Lange, D. (2012).** CEO Servant Leadership: Exploring Executive Characteristics and Firm Performance. *Personnel Psychology*, 565-596.
- Porter, M. E. (1987).** From Competitive Advantage to Corporate Strategy. *Harvard Business Review*, 43-59.
- Powell, M., & Ansic, D. (1997).** Gender difference in the risk behaviour of financial decision-making: an experimental analysis. *Journal of Economic Psychology*, 605-628.
- Reid, S. R. (1969).** Is the Merger the Best Way to Grow? *Business Horizons*, 41-50.
- Rumelt, R. P. (1982).** Diversification Strategy and Profitability. *Strategic Management Journal*, 359-369.
- Seth, A. (1990).** Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 99 - 115.
- Simon, H. A. (1987).** Making Management Decisions: The Role of Intuition and Emotion. *Academy of Management Executive*, 57-64.
- Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987).** Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 377-386.
- Smith, E. (2007).** influence on firm-level entrepreneurship through the power structure of boards. *Women in Management Review*, 168-186.
- Song, W., Wei, J. D., & Zhou, L. (2013).** The Value of "Boutique" Financial Advisors in Mergers and Acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 94-114.
- Straub, T., Borzillo, S., & Probst, G. (2015).** A Decision-Making Framework to Analyze Important Dimensions of M&A Performance. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1-24.
- Terry, R. (1982).** Ten Suggestions for Acquisition Success. *Managerial Planning*, 13-16.
- Thomson Reuters. (2018).** *Merger & Acquisition Review Financial Advisors*. Eagan: Thomson Reuters.
- Travlos, N. G. (1987).** Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *Journal of Finance*, 943-963.
- Vermeulen, F., & Barkema, H. (2002).** Pace, Rythem and Scope: process dependence in building a profitable multinational corporation. *Strategic Management Journal*, Vol. 23, 637 - 653.
- Walsh, J. P. (1988).** Top management turnover following mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*, Vol. 9, 173 - 183.
- Watson, J., & Robinson, S. (2003).** Adjusting for risk in comparing the performance of male and female-controlled SMEs. *Journal of Business Venturing*, 773-788.
- Weiblen, T., & Chesbrough, H. W. (2015).** Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation. *California Management Review*. Vol. 57, No. 2, 66 - 90.

Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *Academy of Management Journal*, 91-121.

Yim, S. (2013). The acquisitiveness of youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics*, 250-273.

Yook, K. C. (2004). The Measurement of Post-Acquisition Performance Using EVA. *Quarterly Journal of Business & Economics*, 67-83.

Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2010). Once an Outsider, Always an Outsider? CEO Origin, Strategic Change, and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 334-346.

Zollo, M., & Meier, D. (2008). What is M&A Performance? *Academy of Management*, 55-77.

BIJLAGEN

Bijlage 1: Vergelijkend overzicht regressieanalyse

Tabel 5
Verschillenanalyse de regressieanalyse met de afhankelijke variabele $CAR_{t-1, t1}$

| Variabelen | 120 grootste deals | |
|------------------------------------|----------------------|---------------------|
| Constante | -2,135 (2,655) | -5,931 (3,931) |
| Organisatie acquisitie ervaring | 0,021*** (0,007) | 0,027*** (0,010) |
| Gerelateerde overname | 0,453 (0,429) | 0,123 (0,587) |
| Relatieve omvang organisatie | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| Transactiewaarde | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| Betrokkenheid adviseurs | 0,473 (0,427) | 0,881 (0,609) |
| Wijze van betaling (cash) | -0,450 (0,400) | -1,209** (0,617) |
| Acquisitie ervaring CEO | -0,229 (0,195) | -0,116 (0,243) |
| Lengte dienstverband TMT | -0,039 (0,051) | -0,034 (0,073) |
| Lengte dienstverband CEO | -0,009 (0,074) | -0,063 (0,104) |
| Leeftijd CEO | 0,013 (0,046) | 0,093 (0,067) |
| Geslacht CEO | 1,841** (0,886) | 1,589 (1,120) |
| Executive MBA | 0,088 (0,503) | 0,986 (0,768) |
| Acq. ervaring CEO * | -0,002 (0,004) | -0,002 (0,005) |
| lengte dienstv. TMT | 0,008* (0,005) | 0,011* (0,006) |
| Acq. ervaring CEO * | 0,005* (0,003) | 0,003 (0,004) |
| leeftijd CEO | -0,206*** (0,071) | -0,189** (0,084) |
| Acq. ervaring CEO * | 0,007 (0,026) | -0,031 (0,042) |
| Acq. ervaring CEO * | | |
| executive MBA | | |
| N | 192 | 109 |
| N (groepen) | 135 | 84 |
| R ² | 0,151 | 0,269 |

*P < 0,10; **P < 0,05; ***P < 0,01

