

De effecten van culturele afstand en landspecifieke ervaring

op de waardecreatie van buitenlandse overnames

Laurens Dalmijn, René Olie en Ernst Verwaal

SAMENVATTING In dit artikel wordt onderzocht in hoeverre culturele afstand en landspecifieke ervaring invloed hebben op de waardecreatie bij grensoverschrijdende overnames. Hoewel nationale cultuurverschillen vooral worden geassocieerd met negatieve effecten, blijken aandeelhouders deze verschillen eerder positief dan negatief te beoordelen. Uit het onderzoek blijkt verder dat de potentiële voor- en nadelen van cultuurverschillen sterk afnemen wanneer de overnemende onderneming over ervaring beschikt in het betreffende land.

1 Inleiding

Globalisering, technologische ontwikkelingen en toenemende economische verwevenheid van landen zijn belangrijke redenen voor de sterke toename van de waarde en aantal van grensoverschrijdende fusies en overnames¹. In de periode 1991-1998 verzesvoudigde de waarde van buitenlandse overnames van 85 miljard tot 558 miljard dollar (OECD, 2001). Het aantal overnames is in dezelfde periode verdrievoudigd. Grensoverschrijdende overnames vertegenwoordigen ongeveer een kwart van het totale aantal acquisities. Hoewel het aantal grensoverschrijdende acquisities de laatste jaren weer sterk is afgenomen als gevolg van de economische neergang, blijven buitenlandse overnames de

belangrijkste vorm van internationale expansie (OECD, 2001).

Er zijn verschillende economische redenen om te kiezen voor buitenlandse overnames. Voordelen kunnen zijn het vergroten van de opbrengsten door het aanboren van nieuwe afzetmarkten of het verlagen van de kosten door middel van het spreiden van bijvoorbeeld R&D-kosten. Daarnaast kan internationale expansie zorgen voor een geografische spreiding van risico's omdat men minder afhankelijk wordt van één nationale markt. Ook kunnen bedrijven via een overname toegang krijgen tot kennis en ervaring die sterk land- of cultuurgebonden zijn.

Ondanks deze mogelijke voordelen en hun populariteit onder managers blijkt uit veel onderzoek dat de meeste overnames in termen van aandeelhouderswaarde en reële waarde weinig succesvol zijn (zie Schenk, 2002). Dit geldt ook voor internationale overnames. Uit verschillende studies blijkt dat voor aandeelhouders van de biedende onderneming de resultaten variëren van licht negatief tot licht positief (Eun, Kolodny en Scheraga, 1996; Markides en Oyon, 1998; Cakici, Hessel en Tandon, 1996; Doukas en Travlos, 1988). Hoewel deze studies vooral betrekking hebben op buitenlandse overnames gepleegd door Amerikaanse ondernemingen, blijken de resultaten voor Nederlandse overnames niet veel anders te liggen. Zo onderzocht Schenk (2002) 87 buitenlandse overnames van Nederlandse ondernemingen in de periode 1990-1995. Hoewel het aandelenrendement van de overnemende partij zich aanvankelijk positief ontwikkelt, blijkt op langere termijn (na ongeveer een jaar) een daling plaats te vinden die uiteindelijk leidt tot een negatief resultaat voor 64% van de onderzochte acquisities na drie jaar. Ook de recente ervaringen van Nederlandse ondernemingen zoals Ahold, Getronics, Hoogovens (Corus) en Numico lijken het beeld te bevestigen dat grensoverschrijdende overnames niet altijd succesvol zijn.

Drs. L. Dalmijn is bedrijfskundige en studeert rechten aan de Universiteit Utrecht. Dr. R.L. Olie en Dr. E. Verwaal zijn beiden als universitair hoofddocent verbonden aan de vakgroep Strategisch Management & Omgeving, Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit Rotterdam. De auteurs bedanken de heer R.A.I. van Frederikslust voor zijn bijdrage aan de totstandkoming van dit artikel.

Hoewel uit onderzoek blijkt dat internationale overnames gemiddeld genomen geen waarde creëren, blijkt de waardecreatie wel sterk van land tot land te variëren. Zo vonden Markides en Oyon (1998) dat overnames van Amerikaanse ondernemingen in Canada en Groot-Brittannië geen waarde creëerden, terwijl dit wel het geval was voor Amerikaanse overnames op het Europese vasteland. Ook Eun et al. (1996) vonden een dergelijk effect. Overnames van Amerikaanse bedrijven door Japanse ondernemingen werden positief gewaardeerd, terwijl soortgelijke overnames door Britse bedrijven tot negatieve reacties leidden.

Voor deze internationale variatie in overnameresultaat zijn meerdere verklaringen mogelijk. Eerder onderzoek heeft bijvoorbeeld gekeken naar nationale verschillen in belastingdruk en accountingmethoden (Cakici et al., 1996), karakteristieken van de overnamemarkt (Markides en Oyon, 1988), of naar macro-economische verschillen tussen landen (Kiymaz en Mukherjee, 2000). In dit artikel kijken we naar het effect van culturele afstand tussen het thuisland van de overnemende onderneming en het thuisland van de overgenomen onderneming. Culturele afstand geeft de mate weer waarin culturele waarden en normen tussen twee landen verschillen (Kogut en Singh, 1988). De invloed van culturele afstand op de prestatie van grensoverschrijdende overnames is nauwelijks onderzocht. De twee beschikbare studies op dit terrein laten bovendien tegenstrijdige resultaten zien. Zowel een positief als een negatief verband wordt gevonden (Datta en Puia; 1995; Morosini et al., 1998). Een van de doelstellingen van deze studie is de relatie tussen culturele afstand en overnameresultaat nader te onderzoeken. Een tweede doelstelling is na te gaan onder welke omstandigheden culturele afstand een positief of een negatief effect heeft op de prestaties van geacquireerde ondernemingen. We letten hierbij vooral op de rol van landspecifieke ervaring van de overnemende partij. Onderzoek laat bijvoorbeeld zien dat de rol van culturele afstand minder belangrijk wordt in internationale expansie wanneer ondernemingen meer internationale of landspecifieke ervaring hebben opgedaan (Davidson, 1980; Chang en Rosenzweig, 2001). In hoeverre dit ook geldt voor overnames is onduidelijk omdat onderzoek hierover ontbreekt.

Het artikel is als volgt opgebouwd. Eerst geven wij een overzicht van het onderzoek naar de effecten van culturele verschillen op het succes van grensoverschrijdende acquisities. Deze culturele verschillen kunnen de samenwerking bemoeilijken en kostenverhogend

werken, maar ook voordelen verschaffen omdat ze toegang bieden tot cultuurspecifieke kennis en vaardigheden. Vervolgens kijken we naar de invloed van landgebonden ervaring op de effecten van culturele afstand. Wij toetsen deze ideeën aan de hand van een steekproef van 77 internationale acquisities van Amerikaanse ondernemingen in de periode 1991-2001. De resultaten laten een sterk positief effect zien voor culturele afstand. Tegelijkertijd neemt dit effect sterk af wanneer de betrokken ondernemingen beschikken over landspecifieke ervaring. We ronden het artikel af met een discussie van deze resultaten en aanbevelingen voor verder onderzoek.

2 Theoretisch kader

2.1 De effecten van culturele afstand

Sommige acquisities leveren teleurstellende resultaten op ondanks de aanwezigheid van synergetische voordelen. Synergievoordelen leiden slechts tot betere prestaties wanneer het management er in slaagt beide ondernemingen op effectieve wijze te integreren. De praktijk wijst echter uit dat het samenvoegen van twee ondernemingen een moeizame en langdurige kwestie kan zijn (Olie, 1994). In dit verband wordt veelal gewezen op de belangrijke rol van organisatieverschillen tussen beide ondernemingen die samenhangen met de cultuur van de organisatie. Deze komen tot uiting in regels en procedures, managementstijl, beloning- en beoordelingsystemen, besluitvormingsprocedures en de verdeling van taken en bevoegdheden. Algemeen wordt aangenomen dat hoe meer organisaties op deze punten van elkaar verschillen hoe moeilijker het integratieproces zal verlopen. Enerzijds omdat het omzetten en veranderen van dit soort aspecten veel tijd zal kosten, anderzijds omdat ze een sterke bron van conflicten vormen tussen beide managementgroepen (zie bijvoorbeeld Sales en Mirvis, 1984; Buono et al., 1985). Deze verschillen kunnen vervolgens de prestaties van de acquisitie negatief beïnvloeden (Datta, 1991). Zo vonden Chatterjee et al. (1992) dat direct na een acquisitie de aandeelkoersen negatief reageren op culturele verschillen tussen ondernemingen. Organisatie- of culturele fit kan dus als een aanvullende voorwaarde voor het succes van acquisities worden gezien (Jemison en Sitkin, 1986). Bij culturele afstand in grensoverschrijdende overnames gaat het echter om de verschillen tussen landen die cultureel bepaald zijn. Uit onderzoek van onder meer Hofstede (2001) blijkt dat nationale cultuur van invloed is op zaken als besluitvorming, leiderschapstijl, beloningssystemen, organisatiestructuur, organi-

satiecultuur, en strategische oriëntaties. In het algemeen zou men daarom kunnen verwachten dat bij grote nationale cultuurverschillen de kans kleiner wordt dat managementgroepen in internationaal verband op een effectieve manier zullen samenwerken (Olie, 1994). Daarnaast verhinderen grote culturele verschillen de overdraagbaarheid van organisatiepraktijken, systemen en -routines van de overnemende partij naar de overgenomen onderneming, of omgekeerd (Gomez-Mejia en Palich, 1997).

Cultuurverschillen kunnen niet alleen tot problemen in de interne afstemming leiden, maar ook in de externe aanpassing. Een andere culturele context impliceert andere marktpartijen en stakeholders die uiteenlopende verwachtingen kunnen hebben ten aanzien van de onderneming en haar producten of diensten (Gomez-Mejia en Palich, 1997). Aanpassing om aan deze verschillen tegemoet te komen zal in veel gevallen tot hogere kosten leiden. Ten slotte kunnen culturele verschillen leiden tot een onjuiste beoordeling van de buitenlandse markt en acquisitiekandidaten en een te hoge overnamepremie (Datta en Puia, 1995). Kortom, cultuurverschillen brengen hogere 'kosten' met zich mee.

Hoewel in de literatuur vooral de negatieve aspecten van cultuurverschillen worden benadrukt, zijn er ook positieve kanten. Verschillen kunnen complementair zijn en hierdoor een synergetisch effect bewerkstelligen. Zo stelt Hofstede (2001) dat nationale verschillen in masculiniteit en femininiteit juist productief zijn in internationale samenwerking. Hij wijst hier op het voorbeeld van de Brits-Nederlandse fusies Shell en Unilever waarbij de Britse masculine en de Nederlandse feminie waarden elkaar aanvullen. De positieve effecten van cultuurverschillen worden ook onderstreept in een studie van Morosini et al. (1998). In dit onderzoek onder buitenlandse overnames van Italiaanse ondernemingen bleek grotere culturele afstand samen te hangen met betere prestaties. Morosini et al. (1998) redeneren dat cultuurverschillen de prestatie van een onderneming kunnen verbeteren doordat toegang wordt verkregen tot cultuurspecifieke routines en repertoires zoals ondernemerschap, creativiteit en innovatie. Een voorbeeld hiervan is de overname van de Britse investeringsbank Morgan Grenfell door Deutsche Bank in 1989. Juist door deze overname kreeg de behoudende Deutsche Bank toegang tot de agressieve en prestatiegerichte cultuur die kenmerkend is voor Britse investeringsbanken (Morosini et al., 1998). Dit geldt ook voor het Zweedse Electrolux dat via de overname van het Italiaanse Zanussi toegang kreeg tot het creatieve ont-

werppotentieel dat kenmerkend is voor veel Italiaanse ondernemingen.

Samenvattend, de literatuur suggereert twee tegengestelde effecten van culturele afstand: een positief en een negatief effect. Culturele verschillen kunnen zowel een bron van conflicten vormen en tot extra coördinatiekosten leiden, als ook de creativiteit verhogen en andere synergetische voordelen bieden. In deze studie gaan we er van uit dat beide effecten aanwezig zijn. Het uiteindelijke effect van culturele afstand op de waardecreatie van de overnemende onderneming zal dus bepaald worden door de resultante van beide effecten. Op grond van de huidige kennis over dit onderwerp is echter niet op voorhand vast te stellen welke van de twee effecten zal domineren. Daarom formuleren wij de volgende algemene hypothese:

Hypothese 1: Er bestaat een verband tussen de culturele afstand en waardecreatie van de overnemende onderneming.

2.2 De effecten van landgebonden ervaring

Zoals eerder opgemerkt, kan ervaring van een onderneming een positieve rol spelen bij internationale expansie. Zo kan de acquisitie-ervaring van een onderneming nuttig zijn bij zowel de selectie van het doelwit en de onderhandelingsfase als bij het implementatie- en integratietraject (Bruton, Oviatt en White, 1994). Als een bedrijf daarom al enige ervaring heeft met buitenlandse overnames, dan zal zij deze kennis kunnen aanwenden om toekomstige grensoverschrijdende acquisities soepel te laten verlopen. Echter, dit soort ervaring is van algemene aard en houdt geen rekening met de specifieke kenmerken van het land waar het doelwit is gevestigd (Zejan, 1990; Loree, Chen en Guisinger, 2000). Landgebonden ervaring is dus belangrijk, ook omdat blijkt dat ervaring tussen landen moeilijk overdraagbaar is (Barkema, Bell en Pennings, 1996). Landspecifieke ervaring zal vooral worden opgedaan wanneer een onderneming direct ervaring opbouwt in een land, bijvoorbeeld via het opzetten van een eigen dochteronderneming of het acquireren van een lokale onderneming. Andere vormen van internationale expansie zoals export of franchise zullen slechts weinig bijdragen tot relevante kennis voor een acquisitie omdat ze vooral indirecte ervaringen weerspiegelen.

Wanneer ondernemingen over relevante landgebonden ervaring beschikken kan dit op verschillende manieren de effecten van culturele afstand op de

waardecreatie van een internationale overname beïnvloeden. Allereerst kan deze ervaring bijdragen tot een betere beoordeling en selectie van overnamekandidaten en de kans verminderen dat de overnemende partij te veel voor de overname betaalt (Hitt en Pisano, 2004). Verder kan de landgebonden ervaring helpen bij het voorkomen of het managen van de cultuurverschillen.

Behalve positieve effecten kan landgebonden ervaring ook negatieve effecten hebben. Zo vonden verschillende onderzoekers (bijvoorbeeld Doukas en Travlos, 1988; Kiymaz en Mukherjee, 2000) dat aandeelhouders buitenlandse acquisities door ondernemingen die al ervaring hebben in een bepaald land eerder negatief dan positief beoordelen. Immers, in zekere zin beschikt een 'ervaren' onderneming al over de landgebonden voordelen zoals risicospreiding en toegang tot een nieuwe markt en nieuwe middelen waaronder ook de meer cultuurspecifieke routines en vaardigheden. Kortom, aangenomen mag worden dat ondernemingen met landspecifieke ervaring minder te winnen hebben met het verkrijgen van toegang tot de gespecialiseerde routines van een specifieke nationale cultuur.

Samenvattend, ook hier zien we twee tegengestelde effecten. Enerzijds kan ervaring leiden tot vermindering van de negatieve effecten ofwel de 'kosten', anderzijds kan het leiden tot vermindering van de positieve effecten, ofwel 'opbrengsten'. Op grond van deze twee tegengestelde effecten stellen we de volgende ongerichte hypothese:

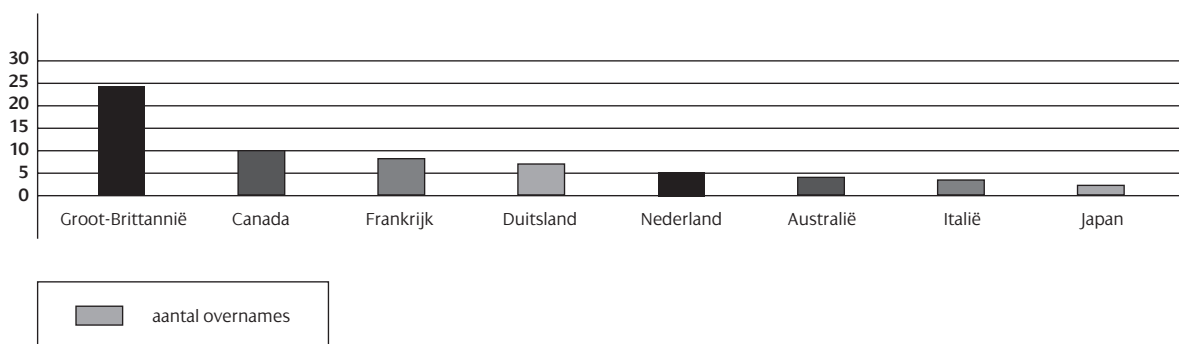
Hypothese 2: Landspecifieke ervaring heeft een modererend effect op de relatie tussen culturele afstand en waardecreatie van de overnemende onderneming.

3 Beschrijving van het onderzoek

Vanwege de beschikbaarheid van gegevens is gekeken naar de effecten en determinanten van acquisities die door Amerikaanse ondernemingen zijn gedaan in het buitenland, waaronder Nederland. Voor dit doel zijn overnames in de periode 1990-2001 geselecteerd die in het maandblad *Mergers & Acquisitions* zijn vermeld. Hierbij gaat het om ondernemingen die beursgenoteerd zijn, zodat de effecten van de overname relatief eenduidig zijn vast te stellen. Voorts zijn alleen de grotere acquisities meegenomen, dat wil zeggen acquisities die een transactiewaarde van 10 miljoen dollar of meer vertegenwoordigen. Financiële instellingen zijn niet in de steekproef opgenomen, omdat deze bedrijven aan aparte regelgeving onderhevig zijn. Van de overblijvende 147 acquisities hebben we alleen die gevallen geselecteerd waarvoor alle gegevens beschikbaar waren en waarbij vaststond dat er zich geen versturende gebeurtenissen rond de aankondigingsdatum hadden voorgedaan. De uiteindelijke steekproef bevat 77 internationale overnames gepleegd door 59 Amerikaanse bedrijven. De overgenomen bedrijven kwamen voor circa 91% uit aanverwante sectoren. Ongeveer de helft van de overnames vond plaats tijdens de overnamegolf 1994-2000. Dit zal naar verwachting de waardecreatie van de bidders negatief beïnvloeden. Immers, naarmate de overnamegolf zich verder uitrolt zal er een hogere premie moeten worden betaald voor het doelwit. Om deze versturende effecten uit te sluiten hebben we voor deze factor in het onderzoek gecontroleerd.

Figuur 1 geeft een overzicht van de landen waar de overnames zijn gepleegd. Hieruit blijkt dat het

Figuur 1. Verdeling van de overgenomen ondernemingen naar land (1990-2001)



merendeel van de overnames werd gedaan in andere Angelsaksische landen zoals Groot-Brittannië (24), Canada (10) en Australië (4). Daarna komen de Continentaal-Europese landen waaronder Frankrijk (8), Duitsland (7), Nederland (5) en Italië (3), en ten slotte Japan (2). De overige 14 overnames werden gepleegd in andere landen zoals Brazilië, Argentinië en Polen. De gemiddelde waarde van de overnames kwam uit op 424,8 miljoen dollar.

Om het succes van de overnames vast te stellen, is gebruikgemaakt van de 'event study'-methode. Deze methode meet de reactie van de beurs op een voorgenomen overname². Hierbij wordt gekeken naar de periode rond de datum van aankondiging van de overname om te zien wat de verwachting van de aandeelhouders is ten aanzien van toekomstige cash-flows. Uiteraard gaat het hier om verwachtingen en niet om werkelijke prestaties. Echter, de aandeelhouders zijn in staat om met behulp van relevante beschikbare informatie te beoordelen hoe de strategie van een onderneming zich zal ontploegen, waardoor ook een waardering over een overname kan worden gegeven.

Het buitengewone rendement (oftewel het Cumulatief gemiddelde Abnormaal Rendement, afgekort CAR) is berekend over de bedrijven door het verwachte (normale) rendement af te trekken van het werkelijke rendement in een bepaalde periode. Het werkelijke rendement komt tot uitdrukking in het koersverloop. Het normale rendement wordt berekend op basis van de kenmerken van het aandeel en het rendement van de markt. Dit is het rendement als er geen acquisitieaankondiging plaatsvindt. Hiervoor is gebruikgemaakt van het marktrendement van de S&P 500. Hierbij is gebruikgemaakt van het marktmodel waarin het systematische risico (béta) van het aandeel is verdisconteerd.

De analyseperiode van dit onderzoek loopt van 40 dagen vóór het bod tot 10 dagen na het bod. Omdat de koersen, vaak door speculaties, al oplopen voor het bod is gedaan, kan op deze manier het effect van een overname beter worden gemeten. Daarnaast kijken we of de resultaten ook gelden voor een kleinere tijdsperiode van 30 dagen, oftewel 20 dagen voorafgaand aan het bod en 10 dagen daarna.

Culturele afstand is bepaald aan de hand van de veelgebruikte maatstaf ontwikkeld door Kogut en Singh (1988). Deze maatstaf is gebaseerd op vier dimensies van Hofstede (2001): machtsafstand, onzekerheidsvermijding, individualisme en masculiniteit. Ook de twee eerdergenoemde studies naar de relatie tussen culturele afstand (Datta en Puia, 1995;

Morosini et al., 1998) hebben gebruikgemaakt van deze maatstaf. Conform eerder onderzoek (Doukas en Travlos, 1988; Eun et al., 1996) hebben we landgebonden ervaring gemeten aan de hand van de aanwezigheid (1) of afwezigheid (0) van een of meer dochterondernemingen in het specifieke land. Hierbij is gebruikgemaakt van jaarverslagen en Lexis Nexis om vast te stellen of ondernemingen eerdere directe investeringen hadden gedaan in het betreffende land. Hierbij is niet gekeken of deze investeringen eigen dochterondernemingen of overgenomen bedrijven betroffen.

Aangezien financiële aspecten rond de transactie zoals de betalingsvorm (contant en/of in aandelen), verwantschap (gerelateerd of ongerelateerd) als ook het karakter van de overname (vriendelijk of vijandig) een verstoring effect zou kunnen hebben, is in het onderzoek hiervoor gecontroleerd (zie King, Dalton, Daily en Covin, 2004). Verwantschap is vastgesteld door de SIC-codes met elkaar te vergelijken. Een overname kan als verwant worden beschouwd als de bieder en het doelwit de eerste twee cijfers van de SIC-code delen. Daarnaast is ook gekeken naar de beschrijving van de activiteiten in *Mergers & Acquisitions* om nader te bepalen of de bedrijven meer dan alleen een oppervlakkige verwantschap delen. Als indicatie voor vijandigheid van de overname werd gekeken naar de medewerking van het management van de doelwitonderneming bij de totstandkoming van de overname. Betalingsvorm werd eveneens via een *dummy*-variabele gemeten: contante betaling (1) of aandelen of een combinatie hiervan (0).

4 Resultaten

In tabel 1 staan voor verschillende periodes rond de dag van aankondiging de rendementen voor de overnemende partij vermeld. De t-waarde geeft aan in hoeverre de gevonden verschillen significant zijn.

Tabel 1. Het cumulatief abnormaal rendement (CAR) in verschillende tijdsperiodes

Tijdsperiode	CAR (%)	t-waarde
CAR (-1, 0)	0,45%	0,826
CAR (-1, +5)	1,08%	1,241
CAR (-10, +10)	-0,08%	-0,066
CAR (-20, +10)	-0,07%	-0,059
CAR (-40, +10)	-0,52%	-0,314

Zoals uit de tabel blijkt, heeft geen van de opgenomen periodes een significante t-waarde bij een niveau van 5 of 10%. Rond de aankondiging van een overname is weliswaar een stijging in de waarde van de bidder te zien, echter deze stijging is minimaal. Met een uiteindelijk rendement van -0,52% kan worden geconcludeerd dat er over de gehele steekproef gemiddeld genomen geen waarde wordt gecreëerd voor de aandeelhouders van biedende ondernemingen. Zoals opgemerkt, wijkt dit resultaat niet af van de bevindingen uit eerder onderzoek.

Tabel 2 geeft een nadere beschrijving van het buitengewone rendement. Hieruit valt op te maken dat de negatieve en positieve buitengewone rendementen bijna elkaars evenbeeld zijn. Dit duidt op een vrijwel symmetrische verdeling van het overnamerendement rond nul. Dit resultaat is in overeenstemming met wat in eerdere studies is gevonden (Van Frederikslust, Van der Wal en Westdijk, 2000). Bij 52% van de bidders is het buitengewone rendement negatief, met een gemiddelde van -10,77% en een minimum van -50%.

Tabel 2. Verdeling cumulatief abnormaal rendement: CAR(-40,10)

	CAR kleiner dan nul	CAR groter dan nul
N	40	37
Minimum CAR	-50,11%	0,70%
Maximum CAR	- 0,01%	43,11%
Gemiddeld	-10,77%	10,55%
Mediaan	- 8,16%	8,05%

Daarentegen kent 48% van de bidders een positief rendement met een gemiddelde van 10,55% en een maximum van 43%.

Tabel 3 toont de gemiddelden, standaarddeviaties en de onderlinge correlaties van de afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen in de studie. In overeenstemming met eerder onderzoek (Doukas en Travlos, 1988; Kiymaz en Mukherjee, 2000) zien we dat landspecifieke ervaring in termen van eerder gedane investeringen in een land, een negatief effect heeft op de waardecreatie van de buitenlandse overname. Van de controlevariabelen hangt alleen de betalingsvorm samen met waardecreatie.

Om vast te stellen in hoeverre culturele afstand en landspecifieke ervaring bijdragen aan de waardecreatie hebben we een hiërarchische regressieanalyse uitgevoerd. De geschatte resultaten van de hiërarchische regressieanalyse zijn weergegeven in tabel 4.

In tabel 4 (zie p. 84) worden vier modellen weergegeven die in hoge mate significant zijn (p-waarde < 0,1%). Model I en II zijn geschat voor een periode van 50 dagen ofwel 40 dagen voor en 10 dagen na de bekendmaking van de overname. Model III en IV nemen een kleinere tijdsinterval, namelijk 20 dagen voor en 10 dagen na de bekendmaking van de overname. Uit deze modellen blijkt dat culturele afstand een belangrijke invloed heeft op de waardering van de overname door de kapitaalmarkt. Hypothese 1 wordt hiermee bevestigd. Omdat we veronderstellen dat culturele afstand zowel positieve als negatieve effecten kan hebben, is deze hypothese ongericht geformuleerd. De resultaten laten echter zien dat het effect van culturele afstand vooral positief is. Ook landspecifieke

Tabel 3. Gemiddelden, standaarddeviaties (s.d.) en correlaties

Variabele	Gemiddelde	S.d.	1	2	3	4	5	6	7
1. CAR (-40;+10)	-0.52	14.61	1.00						
2. Culturele afstand	0.69	0.83	0.05	1.00					
3. Landspecifieke ervaring	0.63	0.49	-0.18*	-0.05	1.00				
4. Verwantschap	0.91	0.29	-0.06	-0.15	0.07	1.00			
5. Vijandige overname	0.04	0.19	-0.14	-0.15	-0.13	0.06	1.00		
6. Contante betaling	0.83	0.38	0.19**	-0.03	0.33***	-0.14	0.09	1.00	
7. Jaar (vanaf 1990)	6.87	3.68	-0.04	0.20*	0.01	-0.17	0.10	0.05	1.00

* $p < .10$

** $p < .05$

*** $p < .01$

Tabel 4. Resultaten van de hiërarchische regressie

Variabele	Model I CAR (-40;+10)	Model II CAR (-40;+10)	Model III CAR (-20;+10)	Model IV CAR (-20;+10)
Culturele afstand	0.18*	0.77***	0.18*	0.71***
Landspecifieke ervaring	-0.31***	-0.37***	-0.21**	-0.26**
Verwantschap	0.01	0.13	0.18*	0.30**
Vijandige overname	-0.23**	-0.19**	-0.28***	-0.24**
Contante betaling	0.48***	0.53***	0.41***	0.46***
Jaar	-0.18*	-0.15*	0.14*	0.04
Cultuur * Ervaring		-0.66***		-0.59***
R ²	0.29***	0.38***	0.22***	0.29***
ΔR ²		0.09***		0.07**

* $p < .10$ ** $p < .05$ *** $p < .01$

ervaring heeft een belangrijke invloed op de waardecreatie. Echter, zoals ook al eerder aangegeven, is het effect negatief. Culturele afstand heeft dus een positieve, en landspecifieke ervaring een negatieve invloed op de waardecreatie van de overnemende onderneming door de kapitaalmarkt. Kijken we naar het modererende effect van landspecifieke ervaring op culturele afstand, dan zien we dat het interactie-effect in zowel model II als model IV positief en significant is. Bovendien is de toename van de verklaarde variatie aanzienlijk (achtereenvolgens 0,09 en 0,07) en significant met p-waarden lager dan 1%. Deze resultaten ondersteunen in belangrijke mate hypothese 2.

Van de controlevariabelen blijken vooral de methode van betaling en de vijandigheid van de overname een duidelijk effect te hebben op de waardecreatie van buitenlandse overnames. Betaling in contanten levert in alle vier modellen een sterk significante bijdrage aan de waardecreatie van de biedende onderneming. Buitenlandse overnames die vijandig tot stand komen, drukken echter de waardecreatie in alle vier modellen. Waarschijnlijk zal een vijandig bod de prijs die voor de overname moet worden betaald, opdrijven.

5 Discussie

De resultaten van dit onderzoek leveren een paar duidelijke en interessante conclusies op. Allereerst brengen grensoverschrijdende overnames gemiddeld genomen geen extra waarde met zich mee voor de biedende onderneming. Hoewel deze overnames in de jaren negentig enorm zijn toegenomen zowel in

waarde als aantal, blijkt voor meer dan de helft van de overnemende partijen geen aandeelhouderswaarde te zijn gecreëerd. Hierin wijken deze resultaten niet fundamenteel af van de resultaten die voor fusies en overnames in het algemeen worden gevonden (zie Schenk, 2002). Tegelijkertijd kunnen we een grote variatie in waardecreatie constateren: sommige overnames worden als matig of slecht beoordeeld, terwijl andere als potentieel succesvol worden gezien. In dit artikel hebben we vooral gekeken in hoeverre de culturele afstand tussen het thuisland van de overnemende en het thuisland van de overgenomen partij deze variatie kan verklaren. De literatuur laat zien dat culturele verschillen zowel voor- als nadelen met zich meebrengen. Uit het huidige onderzoek blijkt dat aandeelhouders cultuurverschillen vooral positief beoordelen. Dit wil niet zeggen dat cultuurverschillen in de ogen van de aandeelhouders geen kosten met zich meebrengen. Hoewel we deze positieve en negatieve effecten niet apart hebben kunnen meten, suggereren de resultaten dat cultuurverschillen vooral tot voordelen leiden in plaats van nadelen. Met andere woorden, de confrontatie tussen de verschillende culturen leidt eerder tot creativiteit, innovatie en een verbetering van routines en procedures van de overnemende onderneming dan tot allerlei integratie- en coördinatieproblemen.

Daarnaast hebben we gekeken naar de rol van landspecifieke ervaring. Deze blijkt een negatief effect te hebben op de waardecreatie, zoals ook bleek uit eerder onderzoek (bijvoorbeeld Doukas en Travlos, 1988). Met andere woorden, een overname in een nieuw land

wordt door aandeelhouders in het algemeen positiever beoordeeld dan een overname in een land waarin de overnemende onderneming al een positie heeft opgebouwd via eerdere investeringen. Tegelijkertijd neemt de invloed van nationale cultuurverschillen af naarmate een onderneming landspecifieke ervaring heeft opgebouwd. Dit suggereert dat landspecifieke ervaring een tweërlei effect heeft: het reduceert niet alleen de potentiële nadelen maar ook de potentiële voordelen die samenhangen met cultuurverschillen³.

Dit onderzoek kent een aantal beperkingen die bij de interpretatie van de resultaten in beschouwing moeten worden genomen. Deze beperkingen kunnen aanleiding vormen voor verder onderzoek. Allereerst hebben we in ons onderzoek gebruikgemaakt van de maatstaf van Kogut en Singh (1986) voor culturele afstand. Alhoewel een veelgehandeerde maatstaf, is deze maatstaf niet zonder beperkingen (Shenkar, 2001; Harzing, 2003). Een bezwaar is dat deze maatstaf de effecten van specifieke verschillen, zoals in onzekerheidsvermijding of masculiniteit versluiert. Al eerder is opgemerkt dat met name verschillen op de dimensie masculiniteit–femininiteit wellicht positieve effecten kunnen hebben (Hofstede, 2001). Om voor deze specifieke effecten te controleren, hebben we in ons onderzoek ook gekeken naar de effecten van de afzonderlijke dimensies. We vonden dat de door ons gevonden resultaten niet konden worden toegeschreven aan specifieke dimensies. Een tweede punt is de variatie in waarnemingen. Voor sommige landen hebben we een beperkt aantal waarnemingen. Hoe kleiner het aantal waarnemingen, des te groter de kans dat de gemiddelde onderneming niet het gemiddelde cultuurprofiel van het land van herkomst reflecteert. Een ander punt is dat de buitenlandse acquisities in ons onderzoek vooral in westerse landen werden gedaan. Dit betekent dat de culturele variatie relatief beperkt is gebleven. Bij een grotere spreiding kan culturele afstand wellicht eerder negatief dan positief werken.

Ten slotte willen we er nog op wijzen dat onze bevindingen niet zonder meer generaliseerbaar zijn naar andere populaties. Vanwege het beperkte aantal buitenlandse overnames door Nederlandse ondernemingen, hebben we ons in dit onderzoek beperkt tot een steekproef van Amerikaanse ondernemingen. Alhoewel het meeste onderzoek op dit terrein gebruikmaakt van Amerikaanse data, mogen we er niet zonder meer van uitgaan dat onze bevindingen ook gelden voor ondernemingen van andere nationaliteiten. Bijvoorbeeld, algemeen wordt uitgegaan dat culturele afstand symmetrisch is, met andere woorden,

de culturele afstand van Nederland tot Amerika is even groot als omgekeerd (Shenkar, 2001). Echter, hierbij wordt geen rekening gehouden met bijvoorbeeld het effect van het thuisland en de specifieke buitenlandkennis die ondernemingen hebben ontwikkeld. Hier zou nader onderzoek zeer welkom zijn. Wanneer met deze beperkingen rekening wordt gehouden, kunnen we op basis van het onderzoek een aantal duidelijke conclusies trekken ten aanzien van het succes van buitenlandse overnames. Allereerst spelen nationale cultuurverschillen een rol bij de waardecreatie van een buitenlandse overname. Maar anders dan veelal gedacht is dit effect vooral positief. Ten tweede leidt landgebonden ervaring tot een lagere waardering van de kapitaalmarkt van een nieuwe overname in hetzelfde land. Daarnaast zwakt landgebonden ervaring de betekenis van culturele verschillen sterk af bij een nieuwe overname. ■

Literatuur

- Barkema, H.G., J.H.J. Bell en J.M. Pennings, (1996), Foreign entry, cultural barriers and learning, in: *Strategic Management Journal*, vol. 17, pp. 51-166.
- Bruton, G.D., B.M. Oviatt en M.A. White, (1994), Performance of acquisitions of distressed firms, in: *Academy of Management Journal*, vol. 37, no. 4, pp. 972-989.
- Buono, A.F., J.L. Bowditch en J.W. Lewis, (1985), When cultures collide: The anatomy of a merger, in: *Human Relations*, vol. 38, pp. 477-500.
- Cakici, N., Ch. Hessel en K. Tandon, (1996), Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms, in: *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, pp. 307-329.
- Chang, S.J. en Ph.M. Rosenzweig, (2001), The choice of entry mode in sequential foreign direct investment, in: *Strategic Management Journal*, vol. 22, pp. 747-776.
- Chatterjee, S., M. Lubatkin, D. Schweiger en Y. Weber, (1992), Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital, in: *Strategic Management Journal*, vol. 13, no. 5, pp. 319-334.
- Datta, D.K., (1991), Organizational Fit and Acquisition Performance: Effects of Post-Acquisition Integration, in: *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 281-297.
- Datta, D.K. en G. Puia, (1995), Cross Border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms, in: *Management International Review*, vol. 35, pp. 337-359.
- Davidson, W.H., (1980), The Location of Foreign Direct Investment Activity: Country Characteristics and Experience Effects, in: *Journal of International Business Studies*, vol. 11, no. 2, pp. 9-22.
- Doukas, J. en N.G. Travlos, (1988), The effects of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions, in: *Journal of Finance*, vol. 43, pp. 1161-1175.
- Eun, Ch.S., R. Kolodny en C. Scheraga, (1996), Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Test of the synergy and internalization hypotheses, in: *Journal of Banking & Finance*, vol. 20, pp. 1559-1582.

- Frederikslust, A.I. van, V. van der Wal en H. Westdijk, (2000), Effecten van fusies en acquisities op aandelenrendementen: theorie en empirie, in: *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 74, pp. 264-284.
- Gomez-Mejia, L.R. en L.E. Palich, (1997), Cultural diversity and the performance of multinational firms, in: *Journal of International Business Studies*, vol. 28, pp. 309-328.
- Harzing, A.W., (2003), The role of culture in entry mode studies: From neglect to myopia, in: J.Cheng en M. Hitt (redactie), *Advances in International Management*, Jai Press, Greenwich.
- Hitt, M. en V. Pisano, (2004), Cross-border mergers and acquisitions: Mergers and acquisitions: Challenges and opportunities, in: A.L. Pablo en M. Javidan (redactie), *Mergers and Acquisitions: Creating Integrative Knowledge*, Blackwell Publishing, Oxford.
- Hofstede, G., (2001), *Culture's consequences: International differences in work-related values*, Sage Publications, Beverly Hills.
- Jemison, D.B. en S.B. Sitkin, (1986), Corporate acquisitions: A process perspective, in: *Academy of Management Review*, vol. 11, pp. 145-163.
- King, D.R., D.R. Dalton, C. Daily en J.G. Covin, (2004), Meta-analyses of post-acquisition performance: Indicators of unidentified moderators, in: *Strategic Management Journal*, 25, pp. 187-200.
- Kiyamaz, H. en T.K. Mukherjee, (2000), The impact of country diversification on wealth effects in cross-border mergers, in: *The Financial Review*, vol. 35, pp. 37-58.
- Kogut, B. en H. Singh, (1988), The effect of national culture on the choice of entry mode, in: *Journal of International Business Studies*, vol. 19, no. 3, pp. 411-432.
- Loree, D., C. Chen, en S. Guisinger, (2000), International Acquisitions: Do Financial Analysts Take Note?, in: *Journal of World Business*, vol. 35, pp. 300-313.
- Markides, C.C. en D. Oyon, (1998), International Acquisitions: Do they create value for shareholders?, in: *European Management Journal*, vol. 16, pp. 125-135.
- Morosini, P., S. Shane, en H. Singh, (1998), National Cultural Distance and Cross Border Acquisition Performance, in: *Journal of International Business Studies*, vol. 29, pp. 137-158.
- OECD, (2001), *New Patterns of Industrial Globalization: Cross-border Mergers and Acquisitions and Strategic Alliances*, Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), Paris.
- Olie, R.L., (1994), Shades of cultures and institutions in international mergers, in: *Organization Studies*, 15, pp. 381-405.
- Sales, A.L. en P.H. Mirvis, (1984), When cultures collide: Issues in acquisition, in: J.R. Kimberly en R.E. Quinn, (red.), *New futures: The challenge of managing corporate transitions*, Dow Jones, Hamewood, IL.
- Schenk, H., (2002), Economie en strategie van de fusieparadox, in: J.C.K.W. Bartel, R.A.I. van Frederikslust en H. Schenk (red.), *Fusies en acquisities: Fundamentele Aspecten van Fusies en Acquisities*, Elsevier, Dordrecht.
- Shenkar, O., (2001), Cultural distance revisited: Towards a more rigorous conceptualization and measurement of cultural differences, in: *Journal of International Business Studies*, vol. 32, pp. 519-535.
- Zejan, M.C., (1990), New Ventures or Acquisitions: The Choice of Swedish Multinational Enterprises, in: *Journal of Industrial Economics*, vol. 38, no. 3, pp. 349-355.

Noten

- 1 Bij een overname (acquisitie) gaan twee of meer ongelijke ondernemingen samen, waarbij in de meeste gevallen de grotere onderneming de kleinere onderneming overneemt. Bij een fusie gaat het in principe om de samenvoeging van twee min of meer gelijkwaardige ondernemingen in een nieuwe onderneming. Geschat wordt dat het aantal echte grensoverschrijdende fusies niet meer dan 3% van het totaal bedraagt. Mede gelet hierop en het feit dat het in het hier gerapporteerde onderzoek uitsluitend gaat om overnames, zullen in dit artikel vooral de termen overname en acquisitie worden gehanteerd.
- 2 Een event study is gebaseerd op de veronderstelling dat de markt in korte tijd alle publiekelijk beschikbare informatie in de koers van het aandeel verwerkt. Hierbij wordt uitgegaan van de semi-sterke vorm van de efficiënte markthypothese. De analyseperiode dient met het oog daarop zuiver te zijn. Dit wil zeggen dat geen andere belangrijke informatie over de onderneming in die periode bekend wordt gemaakt.
- 3 We gaan er hierbij van uit dat zowel positieve als negatieve effecten aanwezig zijn. Alhoewel het theoretisch mogelijk is dat culturele verschillen alleen positieve effecten genereren, is deze verklaring op grond van de theoretische en empirische literatuur die we besproken hebben, zeer onwaarschijnlijk.