



^b
**UNIVERSITÄT
BERN**

Wirtschafts- und
Sozialwissenschaftliche Fakultät

Departement Betriebswirtschaft
Institut für Finanzmanagement

Einfluss des Unternehmensalters auf den Ankündigungseffekt von Mergers & Acquisitions

Masterarbeit

Institutsdirektor: Prof. Dr. Claudio Loderer

Betreuender Assistent: Jonas Zeller, M Sc Ec

Verfasser: Johannes Minder

Huttwil

Matrikelnummer: 05-114-889

Kornhausstrasse 12

3013 Bern

E-Mail: hannes.minder@students.unibe.ch

Bern, 13.02.2012

Disclaimer:

Die in der vorliegenden Arbeit vertretenen Ansichten sind diejenigen des Verfassers und nicht notwendigerweise die Ansichten des Instituts für Finanzmanagement. Das Institut für Finanzmanagement übernimmt keine Verantwortung für allfällige Fehler.

I. Executive Summary

Das Altern ist ein kontinuierlicher Prozess, dem sich, nebst allen Lebewesen, auch Unternehmen nicht entziehen können. Diese Arbeit befasst sich mit der Fragestellung, inwiefern das Alter der beteiligten Unternehmen einer Merger & Acquisition (M&A) Transaktion die Renditen bei Ankündigung eines Fusions- bzw. Übernahmeverhabens beeinflusst.

In Bezug auf den Corporate Aging Effekt zeigen Loderer und Wälchli (2010), dass mit fortschreitendem Alter der Unternehmen deren Performance, gemessen am Tobin's Q sowie an anderen Performancemassen, kontinuierlich abnimmt. Das Ziel der Arbeit ist es, empirisch zu überprüfen, ob der Aging Effekt auch bei den Ankündigungsrenditen von M&A Transaktionen eine Rolle spielt. Die theoretische Grundlage liefert die Erkenntnis, dass die Übernahme von schlecht wirtschaftenden Unternehmen für den Käufer zu signifikant höheren Ankündigungsrenditen führt.¹ Auf der Basis dieses Zusammenhanges kann die Hypothese formuliert werden, dass die Übernahme älterer Unternehmen, welche durchschnittlich eine tiefere Performance aufweisen als ihre jüngere Konkurrenz, die Ankündigungsrenditen positiv beeinflusst. Lässt sich dieser Zusammenhang empirisch an einem repräsentativen Sample belegen, bietet dies weitere Evidenz, dass dem Corporate Aging Phänomen vermehrt Rechnung getragen werden sollte.

Die Datenbasis bilden M&A Transaktionen von akquirierenden US-Firmen zwischen 1996 und 2005. Um die Ankündigungsrenditen der beteiligten Unternehmen zu bestimmen, wird eine *Event Study* vorgenommen, welche die kumulativen abnormalen Renditen (KAR) um den Tag der Ankündigung des Fusionsvorhabens bestimmt. Sind die KAR des Käufer- und des Zielunternehmens für die realisierten M&A Vorhaben bestimmt, werden die Altersdaten der beteiligten Unternehmen und die Informationen bezüglich der M&A Transaktion hinzugefügt. Auf der Basis des erstellten Samples können mittels multivariater Regressionsanalysen die formulierten Hypothesen getestet werden.

Die Resultate der Regressionsanalyse, die den Einfluss des Unternehmensalters auf die Ankündigungsrenditen der Käuferunternehmen schätzen, zeigen ein uneinheitliches Bild. Je

¹ Vgl. Servaes (1991).

nachdem, in welcher Form das Alter der Unternehmen ins Modell einfließt, verändern sich die Signifikanzen der Koeffizienten. Misst man das Alter der Unternehmen anhand einer Indikatorvariable, die angibt, ob das Unternehmen älter ist als das Industriemedianalter, so fällt der Koeffizient für den Altersindikator des Zielunternehmens signifikant positiv aus, was die vorgängig formulierte Hypothese stützt.

Die Analysen der Ankündigungsrenditen des Zielunternehmens zeigen, dass diese signifikant positiv vom Alter des Käuferunternehmens abhängen. Somit profitieren die Aktionäre des übernommenen Unternehmen mehr, wenn das Unternehmen von einem älteren, im M&A Prozess erfahreneren Unternehmen übernommen wird.

Berechnet man die Ankündigungsrenditen des fusionierten Unternehmen, indem man die KAR von Käufer- und Zielunternehmen gemäss ihrer Marktkapitalisierung gewichtet, bestätigt sich die aufgestellte Hypothese: Unabhängig von der Art und Weise wie das Alter in die Regressionsmodelle einfließt, zeigt sich, dass die Übernahme von älteren Unternehmen die Ankündigungsrenditen des fusionierten Unternehmens positiv beeinflusst.

Die gewonnenen Erkenntnisse lassen keine kausalen Rückschlüsse zu. Die verwendeten Regressionsmodelle beschreiben den Zusammenhang zwischen dem Unternehmensalter und den M&A Ankündigungsrenditen, erklären diesen aber nicht. Die Robustheitsanalyse bestätigt das uneinheitliche Bild. Die Gründe sind folgende: Erstens werden die abhängigen Variablen in den Regressionsmodellen durch kumulierte Aktienrenditen dargestellt. Die resultierenden Koeffizienten solcher Regressionen sind stets mit Vorsicht zu interpretieren. Denn einerseits weisen Aktienrenditen komplexe Verteilungseigenschaften auf und andererseits ist ungewiss, was in den Aktienrenditen bereits eingepreist ist. Zweitens wird das Basissample, welches gegen 25'000 Transaktionen von kotierten Käuferunternehmen enthält, durch die verfügbaren Daten auf ein resultierendes Sample von 1'000 Transaktionen reduziert. Dadurch wird die Determinierung eines ganzheitlichen Effektes verunmöglicht. Drittens verzerren methodische Schwierigkeiten des gewählten Untersuchungsdesigns die Ergebnisse. So führen Modellannahmen in der Berechnung der KAR bereits in einem frühen Stadium der Analyse zu Schätzfehlern, die sich in den weiteren Untersuchungen fortsetzen.

Die Arbeit regt daher zu weiteren, vertieften Analysen der formulierten Fragestellungen an, um das Phänomen des Corporate Agings in Bezug auf die Ankündigungsrenditen bei M&A Transaktionen weiter zu untersuchen.