

Ankündigungseffekte und langfristige Performance am Beispiel von M&A-Transaktionen

Bachelorarbeit

in

Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. ALEXANDER WAGNER
MICHAEL REICHENECKER

Verfasser: ROBERT SCHUCHNA
Matrikelnr.: 06-711-543
Studienrichtung: Banking & Finance
Steinhauserstrasse 33
6300 Zug
076 501 94 94
schuchna@access.uzh.ch

Abgabedatum: 23. Juli 2009

Executive Summary

Problemstellung

Der Aktienmarkteinschätzung wird oft ein grosser Stellenwert zugesprochen, wenn es um die Bewertung von M&A-Transaktionen geht. Jedoch sind mit der Zeit Zweifel aufgekommen, ob der Markt in der Lage ist, die komplexen Auswirkungen eines M&A korrekt zu bewerten. So sprechen sowohl langfristige Eventstudien als auch Accountingstudien gegen die grundsätzlich positive kurzfristige Aktienmarkteinschätzung. Insbesondere die unmittelbare Aktienkursreaktion scheint dabei wenig Aussagekraft bezüglich der langfristigen Performance des neugeschaffenen Konglomerats zu besitzen. Diese Arbeit untersucht, inwieweit die Aktienmarktreaktion als plausibler Indikator für die langfristige Performance angesehen werden kann.

Vorgehen

Dafür wird die Markteinschätzung bezüglich 24 M&A-Transaktionen der jeweiligen langfristigen Performance gegenübergestellt.

Die Markteinschätzung wird mittels der abnormalen Renditen einer Eventstudie abgeleitet. Die Eventstudie bedient sich dabei eines Market Models und berücksichtigt vier unterschiedliche Eventperioden, um ein möglichst vollständiges Bild der Marktreaktion zu erhalten. So werden neben den abnormalen Aktienrenditen am Ankündigungstag auch drei verlängerte Eventperioden betrachtet.

Die spätere Performance wird anhand einer Accountingstudie analysiert. Die Accountingstudie untersucht drei Kapitalrenditen und zwei Margen auf von M&A induzierte abnormale Performance zwei bis drei Jahre nach Abschluss der M&A-Transaktion. Die Schätzung der abnormalen Performance erfolgt dabei auf der Grundlage zweier unterschiedlicher Modelle.

Für die anschliessende Untersuchung der Marktreaktion auf ihre allfällige Indikatorfunktion, verwendet diese Arbeit zwei unterschiedliche Ansätze. Zum einen wird eine eigene Klassifizierungsmatrix entwickelt, die die Marktreaktion der späteren Performance direkt gegenüberstellt. Zum anderen wird ein Korrelationsansatz benutzt, der die Korrelation zwischen den abnormalen Aktienrenditen und der späteren abnormalen Performance misst.

Resultate

Die Ergebnisse der Klassifizierungsmatrix deuten darauf hin, dass der Markt - falls überhaupt - nur eine sehr beschränkte Indikatorfunktion hat. So besitzt die Markteinschätzung kaum Trennschärfe bezüglich der ex post Performanceveränderung. Ausserdem sprechen die Ergebnisse dafür, dass ein Überoptimismus bei der Markteinschätzung vorherrscht.

Die Korrelationsanalyse bringt eine signifikant positive Korrelation zwischen den abnormalen Aktienrenditen der verlängerten Eventperioden und einer späteren Margenveränderung hervor, welche sich auch als robust gegenüber nicht-parametrischen Korrelationskoeffizienten erweist. Die Korrelation ist dabei schwach bis mittelstark. Die untersuchten Kapitalrenditen hingegen zeigen keine robust signifikante Korrelation auf. Ebenfalls kann keine solche Korrelation zwischen den abnormalen Aktienrenditen am Ankündigungstag und der späteren Performanceveränderung gefunden werden.

Allgemeine Beurteilung

Die insignifikante Korrelation zwischen den Kapitalrenditen und den abnormalen Aktienrenditen ist wohl auf methodische Mängel zurückzuführen. Dies ist der Tatsache geschuldet, dass Kapitalrenditen vermutlich schlechte Messgrößen für die Performance nach einem M&A sind, was auch die Ergebnisse der hier verwendeten Klassifizierungsmatrix in Frage stellt.

Nichtsdestotrotz kann die signifikant positive Korrelation für die beobachteten Margen als ein Indiz angesehen werden, dass der Markt in einem gewissen Masse in der Lage ist, von einem M&A induzierte operative Performanceveränderungen zu antizipieren. Dabei erweist sich die Aktienmarktreaktion am Ankündigungstag - wie erwartet - als wenig aussagekräftig. Die verlängerten Eventperioden hingegen lassen die angesprochene Antizipationsfähigkeit erkennen.

Diese Arbeit liefert somit Evidenz für eine eingeschränkte Indikatorfunktion des Marktes. Der Markt ist folglich zwar nicht ein perfekter Indikator für die spätere Performance, dennoch kann die Markteinschätzung als ein hilfreicher Anhaltspunkt dienen.