
Kapitalmarktreaktionen auf die Ankündigung von Personalabbauplänen – ein Überblick über drei Jahrzehnte empirische Evidenz



Marc Berninger, Henrik Gärtner, Dirk Schiereck

Der vorliegende Beitrag untersucht insgesamt 62 Studien aus dem Zeitraum 1990 bis 2017, die die Kapitalmarktreaktionen im Umfeld der Ankündigung von Personalabbauplänen mittels einer Ereignisstudienmethodik analysieren. Die ausgewerteten Studien konzentrieren sich weitgehend auf Ankündigungen in den USA sowie, in den vorangegangenen Jahren zunehmend, in Europa. In der Tendenz lassen sich um den Ankündigungstag überwiegend signifikant negative abnormale Kapitalmarktrenditen beim jeweiligen Unternehmen beobachten, jedoch ist die Befundlage insgesamt recht heterogen. Insofern besitzen die erklärenden Variablen in multivariaten Modellen eine überragende Bedeutung. Für die betriebswirtschaftliche Praxis zeigt der Beitrag die Wirkung der verschiedenen Einflussfaktoren auf, während für die wissenschaftliche Gemeinschaft zukünftige Forschungsfragen herausgearbeitet werden.



The present report reviews 62 studies published between 1990 and 2017 that investigate the reaction of the capital market to layoff announcements in form of event studies. The included studies focus mostly on announcements from the USA and – in more recent years – also Europe. They typically find significant negative abnormal capital market returns, however the results are very heterogenous and the effects subtle. Therefore, there is an outstanding relevance to the explaining variables in the multivariate analyses. For practitioners, the impact of different aspects of the announcement are emphasized while for the academic community further research topics are identified.



Entlassungen, Ereignisstudie, Finanzkommunikation, Kapitalmarktreaktionen, Personalabbaupläne, Personalmanagement

event study, capital market reaction, human resources management, investor relations, layoff announcements

1 Einleitung

Der Management-Beschluss, Personal in grösserem Umfang abzubauen, hat nicht nur weitreichende ökonomische Folgen, sondern wird typischerweise auch von einer breiten politischen und gesellschaftlichen Diskussion begleitet. Gerade aufgrund dieser umfangrei-

chen Rezeption führen entsprechende Ankündigungen häufig auch zu erheblichen Reaktionen an den Kapitalmärkten, wenn die betroffenen Unternehmen börsennotiert sind.

In der Öffentlichkeit werden Personalabbaupläne (PAPs) oft als Versuch des Managements wahrgenommen, schnelle Kosteneinsparungen zu erzielen, die sich kurzfristig positiv auf die Rendite und den Aktienkurs des Unternehmens und damit auch auf die Bonuszahlungen für das Topmanagement auswirken. Die Mehrheit der empirischen Studien kommt allerdings zu dem Ergebnis, dass Kapitalmärkte eher negativ auf die Ankündigung von Personalabbauplänen reagieren, wenngleich die Befundlage nicht völlig eindeutig ist. Fraglich ist damit, welche Einflussfaktoren der PAPs entscheidend für die folgende Kapitalmarktreaktion sind.

Die inzwischen umfangreiche Literatur zur Bewertung von PAPs durch den Kapitalmarkt bietet dazu ein Mosaik von Antworten, dem jedoch häufig sowohl eine gemeinsame theoretische Grundlage und der Einbezug bisheriger Forschungsergebnisse fehlt. Der Stand dieser Literatur wurde von *Gerpott* (2007) erstmals umfassend ausgewertet, wobei dieser eine Reihe von konzeptionellen und methodischen Schwächen feststellte, insbesondere in Bezug auf die disjunkte Definition der Gründe für PAPs. Die vorliegende Untersuchung baut hierauf auf, wobei alle gegenwärtig vorliegenden Studien vollständig neu ausgewertet wurden¹, um zu ermitteln, ob die vor 10 Jahren festgestellten Defizite in der neueren Literatur zur Bewertung von PAPs durch den Kapitalmarkt inzwischen hinreichend berücksichtigt und behoben wurden. Weiterhin wird untersucht, wie die nun neu hinzugekommenen empirischen Befunde die Bewertung der jeweiligen Einflussfaktoren verändert haben.

Seit dem Jahr 2007 hat insbesondere die Zahl der Arbeiten mit dem Untersuchungsschwerpunkt Europa deutlich zugenommen, was somit für diesen Forschungskreis einen deutlichen Erkenntnisgewinn bedeutet. Grundsätzlich bezieht der Überblick alle 62 bis Februar 2017 veröffentlichten Studien ein, die die Reaktion von Kapitalmärkten auf die Ankündigung von PAPs anhand einer Ereignisstudienmethodik untersuchen. Abschnitt 2 liefert dazu nachfolgend einige allgemeine methodische Vorbemerkungen, insbesondere zum Einfluss von Informationen auf den Kapitalmarkt, und stellt anschliessend mögliche Einflussfaktoren auf die Kapitalmarktreaktion infolge einer PAP-Ankündigung vor. Nachdem Kapitel 3 unseren Datensatz erläutert hat, folgt die Strukturierung der Einflussfaktoren in Kapitel 4 der von *Gerpott* (2007) verwendeten Unterteilung in fünf Merkmalsgruppen. Es schliesst sich eine Vorstellung und Diskussion der empirischen Ergebnisse der einzelnen Studien an. Dazu werden die Ergebnisse der einzelnen Einflussfaktoren und jeweilige Limitationen dieser Ergebnisse diskutiert. Ein zusammenfassendes Fazit sowie Ausblick auf zukünftige Forschungsansätze im Kontext der identifizierten Limitationen bisheriger Untersuchungen beschliessen die Darstellung.

2 Methodische Grundlagen

2.1 Bestimmung der Kapitalmarktreaktion auf PAPs mittels Ereignisstudien

Gemeinsamkeit der untersuchten Studien ist, dass ihnen jeweils eine Ereignisstudienmethodik zugrunde liegt. Das Ziel dieser Methodik ist es, den bewertungsrelevanten Effekt einer neu in den Kapitalmarkt kommenden Information abzubilden und anschliessend auf treibende Einflussfaktoren hin zu untersuchen. Theoretische Grundlage hierfür ist die Annah-

1 In diesem Zusammenhang konnten auch einzelne Inkonsistenzen in der Darstellung von *Gerpott* (2007) identifiziert werden, vgl. nachfolgend sowie Fn. 4.

me eines „informationseffizienten Kapitalmarktes“ (Fama 1970), in dem sich alle öffentlich verfügbaren, bewertungsrelevanten Informationen im Preis eines Wertpapiers widerspiegeln. Unter dieser Annahme kann die Abweichung zwischen der „erwarteten“ und der tatsächlichen Rendite eines Wertpapiers an einem Ereignistag (hier: Ankündigungstag eines PAPs) bestimmt werden, wobei die ermittelte Differenz („abnormale Rendite“) auf die hinzugekommene Information zurückgeführt wird. Bei der Auswahl der in die Stichprobe einbezogenen Ereignisse gilt es damit zu berücksichtigen, dass am Ereignistag nur eine isolierte, das jew. Unternehmen betreffende (bewertungsrelevante) Information in den Kapitalmarkt hinzugekommen ist, da andernfalls der gemeinsame Effekt aller neuen Informationen gemessen wird.

Die erwartete Rendite kann dabei anhand verschiedener Bewertungsmodelle² berechnet werden, die auf unterschiedlichen Annahmen über die Entwicklung von Kapitalmärkten beruhen. Das traditionell am häufigsten verwendete Bewertungsmodell ist das Marktmodell (MM) nach Fama, Fisher, Jensen und Roll (1969) bzw. McWilliams und Siegel (1997), das die erwarteten Renditen ohne Ereignis $E(R_{it})$ unter Zuhilfenahme der Rendite eines Marktindex R_{Mt} mittels einer linearen Regression prognostiziert und hierzu zunächst in einem dem Ereigniszeitpunkt vorgelagerten Schätzzeitraum die zwei Modellparameter α_i und β_i schätzt:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} \quad (1)$$

Eine Abwandlung des Marktmodells ist das in den untersuchten Studien z.T. ebenfalls eingesetzte *Market-Adjusted-Model* (adj. MM), bei dem die einschränkenden Annahmen $\alpha_i = 0$ und $\beta_i = 1$ getroffen werden, d.h. bei dem angenommen wird, dass die erwarteten Wertpapierrenditen konstant über alle Wertpapiere sind, sich jedoch über den Untersuchungszeitraum verändern. Seltener wird das *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) verwendet, das für die Schätzung der erwarteten Renditen einen am Markt beobachtbaren risikofreien Zinssatz R_{Ft} für α heranzieht:

$$E(R_{it}) = R_{Ft} + \alpha_i + \beta_i (R_{Mt} - R_{Ft}) \quad (3)$$

In einer untersuchten Studie wird zudem das Drei-Faktoren-Modell von Fama und French (1993) (FFTF) eingesetzt:

$$E(R_{it}) = R_{Ft} + \alpha_i + \beta_i (R_{Mt} - R_{Ft}) + h_i HML_t + s_i SMB_t \quad (4)$$

bei dem Marktindex und risikofreier Zinssatz durch die Indikatoren HML (*High-Minus-Low*, der Unterschied zwischen Renditen von Wertpapieren mit einem hohen Verhältnis des Buchwerts zum Marktwert und einem niedrigen Verhältnis des Buchwerts zum Marktwert) und SMB (*Small-Minus-Big*, der Unterschied zwischen Renditen von kleinen und grossen Firmen) ergänzt wird, was zu einer besseren Anpassungsgüte führen soll. In vergleichenden Studien zur Leistungsfähigkeit der Bewertungsmodelle schneiden regressionsbasierte Schätzverfahren besser ab als nicht regressionsbasierte Verfahren, und dem Marktmodell wird eine höhere Leistungsfähigkeit bescheinigt als dem CAPM (Cable/Holland 1999). Allgemein reagiert die Ereignisstudienmethodik dabei sehr robust auf methodische Variationen.

2 Für eine umfassende Übersicht siehe z.B. Sudarsanam (2003: S. 90 ff.).

Im Anschluss an die Schätzung der erwarteten Rendite mit einem der zuvor genannten Verfahren wird (unabhängig vom verwendeten Bewertungsmodell) die abnormale Rendite AR_{it} aus der Differenz zwischen der Tagesrendite am Ereignistag R_{it} und der erwarteten Rendite $E(R_{it})$ gebildet:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (5)$$

Da die Einpreisung einer bewertungsrelevanten Information auch im Laufe mehrerer Tage um den eigentlichen Ereigniszeitpunkt herum erfolgen kann, werden die ermittelten abnormalen Renditen über ein „Ereignisfenster“ von mehreren Tagen vor bzw. nach dem Ereignis kumuliert (kumulierte abnormale Rendite, KAR). In den untersuchten Studien wird neben dem Ereignistag [0] hauptsächlich das Ereignisfenster $[-1; +1]$ betrachtet, das neben dem Ereignistag die Tage vor sowie nach der PAP-Ankündigung zusätzlich berücksichtigt. Weiterhin erfolgt regelmässig eine Durchschnittsbildung über alle entsprechenden Ereignisse der jeweiligen Stichprobe (durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite, DKAR).

2.2 Einflussfaktoren auf die Kapitalmarktreaktion und ihre „Wirkrichtung“

Werden den Aktionären neue, bewertungsrelevante Informationen bekannt, reagieren diese typischerweise durch den Zu- oder Verkauf von Aktien (vgl. *Goins/Gruca* 2008; *Huang/Paul* 2013). Eine solche neue und bewertungsrelevante Information kann die Ankündigung eines PAPs sein, sofern dieser eine hinreichende ökonomische Bedeutung für das Unternehmen hat. Unter Personalabbau im weiteren Sinne wird „das gesamte Spektrum von *quantitativ*, *qualitativ*, *zeitlich* und *örtlich* orientierten Massnahmen, die dazu dienen, Personalkapazität zu reduzieren“ (*Marr/Steiner* 2003) verstanden. Eine engere Definition bezieht lediglich solche Massnahmen ein, die zu einer *quantitativen* Reduktion von Mitarbeitern führen (*Marr/Steiner* 2003). Als ökonomisch bedeutsam werden i.d.R. solche PAPs eingestuft, deren Umfang einen bestimmten Anteil an der Gesamtbelegschaft überschreitet. Während in diesem Fall von einer Kapitalmarktreaktion auf die Ankündigung von PAPs ausgegangen werden kann, ist eine Vorhersage über Richtung und Ausmass dieser Reaktion nur unter Zuhilfenahme weiterer Faktoren wie der Grösse und den Gründen des geplanten PAPs möglich (*Abowd et al.* 1990; *Billger/Hallock* 2005).

Abgesehen von den kurzfristig anfallenden Sonderkosten für die Umsetzung des Personalabbaus versprechen PAPs für Anleger eine Senkung der Personalkosten und könnten somit eine positive Kapitalmarktreaktion bewirken (*Chalos/Chen* 2002; *Collett* 2002; *Elayan et al.* 1998). Eine notwendige Voraussetzung für eine solche positive Reaktion dürfte ein auf Effizienzsteigerung ausgelegtes PAP sein, das bspw. Verbesserungen der Ablauforganisation bei gleichzeitiger Reduktion von Personalüberkapazitäten vorsieht (*Chatrath et al.* 1995). Für eine negative Reaktion der Anleger werden in der Literatur mehrere Erklärungen angeboten. So kann ein PAP die Folge eines vorangegangenen Nachfragerückgangs sein (*Chen et al.* 2001; *Elayan et al.* 1998), was ein Indikator für sinkende zukünftige Renditen ist. Ähnliches gilt für PAPs infolge bereits eingetretener Verschlechterungen von Unternehmensgewinn bzw. -liquidität (*Wertheim/Robinson* 2000). Weiterhin können auch der erwartete Verlust unternehmensspezifischen Wissens (*Nixon et al.* 2004), sinkende Motivation der verbleibenden Mitarbeiter (*Flanagan/O'Shaughnessy* 2005) oder Zweifel der Anleger an der Wirksamkeit des PAPs (*Gerpott* 2007) Auslöser für negative Kapital-

marktreaktionen sein. Derartige Gründe werden oft als Binärvariablen im Rahmen von Regressionsanalysen mit der abnormalen Rendite aus der Ereignisstudie als zu erklärende Variable verwendet.

3 Beschreibung des Datensatzes

Diese Vorüberlegungen lassen gegensätzliche Wirkungsmechanismen erwarten, deren aggregierte Wirkung nur im empirischen Vergleich untersucht werden kann. Um die Vergleichbarkeit der unterschiedlichen Studien zu gewährleisten, bezieht unser Literaturüberblick ausschliesslich Arbeiten ein, die diese Fragestellung anhand einer Ereignisstudienmethodik bearbeiten. *Gerpott* (2007) folgend wurden für den Literaturüberblick keine Studien berücksichtigt, die den Zeitpunkt einer PAP-Ankündigung nicht tagesgenau identifizieren oder aus denen nicht ersichtlich ist, ob mit der PAP-Ankündigung gleichzeitig ein anderes Ereignis, wie eine Standortschliessung, eine Auslandsverlagerung oder eine Restrukturierung bekannt gegeben wurde.³

Der Literaturüberblick bezieht insgesamt 62 Arbeiten ein, dies sind alle bis Stand 2017 öffentlich verfügbaren, wissenschaftlichen Studien, die Kapitalmarktreaktionen auf PAP-Ankündigungen zum Untersuchungsgegenstand haben und diese anhand der Ereignisstudienmethodik untersuchen. Ferner wurde ausschliesslich Studien berücksichtigt, die auf Englisch oder Deutsch vorliegen. Zu diesem Zweck wurden, zunächst unabhängig voneinander, mittels der Literaturdatenbanken EBSCO, GoogleScholar sowie WebofScience, alle entsprechenden Studien ermittelt und anschliessend nach den genannten Kriterien selektiert. Die einbezogenen Studien umfassen insgesamt einen Untersuchungszeitraum von 1970 bis 2014 und sind in *Tabelle 1*, in Erweiterung⁴ der Darstellung von *Gerpott* (2007), mit ihren methodischen Rahmendaten zusammengefasst. Studien, die sich auf (Teil-)Stichproben beziehen, die bereits von anderen im Literaturüberblick aufgeführten Autoren untersucht wurden (insg. 13), tragen in der Tabelle einen gesonderten Vermerk (alphabetischen Zusatz bei laufender Nummer). Somit können 49 unabhängig durchgeführte Erhebungen bzw. 50 Stichproben erfasst werden⁵.

Der geographische Schwerpunkt der Untersuchungen liegt, insbesondere für die 1970er- und 1980er-Jahre zunächst vor allem auf den USA, während von weiterer internationaler Evidenz erst für Untersuchungszeiträume etwa ab den 1990er-Jahren zu berichten ist. Der deutschsprachige Raum bildet vermehrt etwa seit der Jahrtausendwende einen neuen Untersuchungsschwerpunkt, wobei die entsprechenden Untersuchungen mit ihren Stichproben aktuell PAP-Ankündigungen bis etwa Mitte der 1990er-Jahre erfassen.

3 Hierzu zählen Blackwell et al. (1990); Brickley und van Drunen (1990); Denis und Kruse (2000); Hauser (2003); Kalra et al. (1994); Poon et al. (2001); Prezas et al. (2010).

4 Die Darstellung bei *Gerpott* (2007) weist vereinzelt Unstimmigkeiten auf: So wurden Signifikanzen abgedruckt, die so nicht in der Primärliteratur zu finden sind. Auch Angaben zu Anzahl der ankündigenden Unternehmen oder Untersuchungszeitraum weichen vereinzelt von der jeweiligen Primärquelle ab.

5 *Lee* (1997) untersucht anhand von getrennten Strichproben sowohl die Kapitalmarktreaktion in den USA als auch in Japan.

Tabelle 1: Gesamtüberblick über die untersuchten Studien sowie ihre zentralen Charakteristika

| Lfd. Nr. ^{a)} | Autoren | Unternehmenssitz/Börsenland ^{b)} | Stichprobengrösse ^{c)} | Untersuchungszeitraum | Abnormale Rendite ^{d)} | | Methoden ^{e)} |
|------------------------|---------------------------------------|---|---------------------------------|-----------------------|---------------------------------|--------------|------------------------|
| | | | | | DAR [0] | DKAR [-1;+1] | |
| 1 | Abowd et al. (1990) | USA [S] | 344 | 1980 u. 87 | -0,151% | -0,503% | v. w. OLS MM |
| | | USA [S] | 244 | 1980 | -0,248% | -0,659 | |
| | | USA [S] | 100 | 1987 | 0,086% | -0,124 | |
| 2 | Worrell et al. (1991) | USA [S] | 194 | 1979–87 | 0,21% | -0,41%* | MM |
| 3 | Gombola/Tsetsekos (1992) | USA [S] | 85 | 1980–86 | K.A. | -0,956% | e. w. OLS MM |
| 4 | Caves/Krepps (1993) | USA | 513 [240] | 1987–91 | -0,625%* | -0,876%* | k.A., ledigl. OLS Reg. |
| 5 | Lin/Rozeff (1993) | USA [S] | 383 | 1978–85 | -0,517% | -1,602% | MM (adj. MM identisch) |
| 6 | Chadwell/Filbeck (1994) ^{e)} | USA [S] | 116 | 1980–90 | K.A. | -0,74%* | |
| 7 | Clinebell/Clinebell (1994) | USA [S] | 98 | 1980–88 | -0,359% | -0,010% | e. w. OLS MM |
| 8 | Chatrath et al. (1995) | USA [S] | 231 | 1981–92 | 0,355% | -0,292% | e. w. MM |
| | | USA [S] | 35 | 1981–83 | -0,47% | -1,46% | |
| | | USA [S] | 56 | 1984–90 | 0,41% | -0,59% | |
| | | USA [S] | 140 | 1991–92 | 0,54%** | 0,12% | |
| 9 | Iqbal/Shetty (1995) | USA [S] | 149 | 1986–89 | K.A. | -0,30%* | e. w. MM |
| 10 | Madura et al. (1995) | USA [S] | 48 | 1984–92 | -0,88%* | -0,21% | MM |
| 11 | Urseil/Armstrong-S. (1995) | Kanada | 137 [57] | 1989–92 | K.A. | -0,60%* | MM |
| 12 | Chadwell/Webb (1996) ^{e)} | USA [S] | 40 [24] | 1987–90 | -1,32%** | -2,52%*** | |
| 13 | Davidson et al. (1996) | USA [S] | 51 | 1982–92 | 0,05% | -0,39% | MM |
| 14 | Gunderson et al. (1997) | Kanada | 214 [84] | 1982–89 | -0,278%* | -0,467%** | v. w. MM |
| 15 | Iqbal/Akhiqbe (1997) | USA [S] | 37 [37] | 1985–90 | K.A. | -0,77%* | e. w. MM |
| 16 | Lee (1997) | USA [S] | 300 | 1990–94 | K.A. | -1,78%*** | v. w. OLS MM |

| Lfd. Nr. ^{a)} | Autoren | Unternehmenssitz/Börsenland ^{b)} | Stichprobengrösse ^{c)} | Untersuchungszeitraum | Abnormale Rendite ^{d)} | | Methode ^{e)} |
|------------------------|-------------------------------------|---|---------------------------------|-----------------------|---------------------------------|----------------------|-----------------------|
| | | | | | DAR [0] | DKAR [-1;+1] | |
| | | Japan | 58 | 1990–94 | K.A. | -0,56% ^{**} | OLS MM |
| 17 | Palmon et al. (1997) | USA [S] | 140 [140] | 1982–90 | K.A. | -0,434% | v. w. OLS MM |
| 18 | Elayan et al. (1998) | USA [S] | 646 | 1979–91 | -0,299% ^{**} | -0,704% | MM |
| 19 | Franz et al. (1998) | USA [S] | 347 | 1978–92 | K.A. | -0,80% ^{**} | MM |
| 20 | Abraham/Kim (1999) | USA [S] | 368 [368] | 1993–94 | -0,07% | -0,77% [*] | v. w. MM |
| 20a | Abraham (2004) | USA [S] | 154 | 1993–94 | -0,01% | -0,931% [*] | MM |
| 20b | Abraham (2006) | USA [S] | 135 | 1993–94 | -0,01% | -1,07% [*] | /adj. MM |
| 21 | Hubler/Schmidt (1999) ^{e)} | Frankreich | 83 | 1992–96 | -0,20% ^{**} | 0,30% | MM |
| 22 | Raj/Forsyth (1999) ^{e)} | England | 59 [59] | 1994–97 | 0,29% | 0,45% | MM (+BHAR) |
| 22a | Raj/Forsyth (2002) | England | 33 [33] | 1994–96 | K.A. | K.A. | MM |
| 23 | Wertheim/Robinson (2000) | USA [S] | 604 | 1987–94 | -0,435% [*] | -1,181% [*] | MM |
| 23a | Wertheim/Robinson (2004) | USA [S] | 604 | 1987–94 | -0,435% [*] | -1,181% [*] | MM |
| 24 | Chen et al. (2001) | USA [S] | 349 [302] | 1990–95 | K.A. | -1,20% ^{**} | v. w. MM (+BHAR) |
| 25 | Clarenbach/Davies (2001) | 13 Länder | 366 | 2000–8/01 | -1,1% [*] | -3,1% | MM |
| 26 | Filbeck/Webb (2001) | USA [S] | 366 | 1990–97 | K.A. | -1,24% ^{**} | e. w. MM |
| 27 | Ang/Keys (2002) ^{e)} | USA [S] | 446 | 1998–2000 | -0,23% | -0,42% | MM |
| 28 | Chalos/Chen (2002) ^{f)} | USA [S] | 610 [365] | 1993–95 | K.A. | K.A. | MM |
| 29 | McKnight et al. (2002) | England | 235 | 1980–84 u. 1990–95 | K.A. | -1,22% | OLS MM |
| | | England | 88 | 1980–84 | K.A. | -0,79% | MM |
| | | England | 147 | 1990–95 | K.A. | -1,48% ^{**} | MM |

| Lfd. Nr. ^{a)} | Autoren | Unternehmenssitz/Börsenland ^{b)} | Stichprobengrösse ^{c)} | Untersuchungszeitraum | Abnormale Rendite ^{d)} | | Methode ^{e)} |
|------------------------|------------------------------------|---|---------------------------------|-----------------------|---------------------------------|---|----------------------------|
| | | | | | DAR [0] | DKAR [-1;+1] | |
| 30 | Collett (2004) | England | 150 | 1990–2000 | K.A. | 1,05% | CAPM |
| 30a | Collett (2002) | England | 54 | 1990–3/99 | K.A. | 1,43% ^{**} /1,44% ^{**} | adj. MM /CAPM |
| 31 | Hahn/Reyes (2004) | USA [S] | 78 | 1995–99 | -0,0054% | -0,353% | v. w. OLS (+EGARCH) MM |
| 31a | Hahn/Jacobs (2014) | USA | 78 | 1995–99 | K.A. | K.A. | FFTF |
| 32 | Nixon et al. (2004) | USA [S] | 364 | 1990–98 | K.A. | -0,41% | MM |
| 33 | Pouder et al. (2004) | USA [S] | 233 [132] | 1989–96 | K.A. | -0,45% | e. w. MM |
| 33a | Pouder et al. (1999) ^{e)} | USA [S] | 136 [103] | 1989–93 | -0,63% ^{**} | -0,49% | |
| 34 | Brookman (2007a) | USA [S] | 229 | 1993–99 | K.A. | 0,25% [*] | MM |
| 34a | Brookman (2007b) | USA [S] | 356 | 1993–2003 | K.A. | 0,20% | MM |
| 35 | Hillier et al. (2007) | England | 322 | 1990–2000 | K.A. | -0,81% [*] | adj. MM (+BHAR) |
| 36 | Goins/Cruca (2008) | USA | 71 [30] | 1989–96 | K.A. | -0,15% ^{**} | OLS MM |
| 37 | Cagle et al. (2009) | USA [S] | 78 | 1994–2003 | K.A. | 0,233% | v. w. MM (e. w. identisch) |
| 38 | Halllock (2009) | USA [S] | 5353 | 1970–07 | K.A. | 0,078% | v. w. MM |
| | | USA [S] | 1579 | 1970–79 | K.A. | -0,654% ^{**} | |
| | | USA [S] | 1615 | 1980–89 | K.A. | 0,423% [*] | |
| | | USA [S] | 1297 | 1990–99 | K.A. | 0,664% ^{**} | |
| | | USA [S] | 862 | 2000–07 | K.A. | -0,109% | |
| 38a | Halllock et al. (2011) | USA [S] | 5353 | 1970–07 | K.A. | 0,078% | v. w. MM |
| | | USA [S] | 1579 | 1970–79 | K.A. | -0,654% ^{**} | |

| Lfd. Nr. ^{a)} | Autoren | Unternehmenssitz/Börsenland ^{b)} | Stichprobengrösse ^{c)} | Untersuchungszeitraum | Abnormale Rendite ^{d)} | | Methode ^{e)} |
|------------------------|---|---|---------------------------------|-----------------------|---------------------------------|--------------|-----------------------|
| | | | | | DAR [0] | DKAR [-1;+1] | |
| | | | | | | | |
| | | USA [S] | 1615 | 1980–89 | K.A. | 0,423%* | |
| | | USA [S] | 1297 | 1990–99 | K.A. | 0,664%** | |
| | | USA [S] | 862 | 2000–07 | K.A. | -0,109% | |
| 38b | <i>Farber/Hallock (2004)^{e)}</i> | USA [S] | 4273 [1160] | 1970–99 | K.A. | -0,10%* | |
| 38c | <i>Farber/Hallock (2009)</i> | USA [S] | 4273 [702] | 1970–99 | K.A. | -0,315% | v. w. MM |
| | | USA [S] | 1529 | 1970–79 | K.A. | -0,594% | |
| | | USA [S] | 1533 | 1980–89 | K.A. | -0,240% | |
| | | USA [S] | 1211 | 1990–99 | K.A. | -0,059% | |
| 38d | <i>Hallock (1998)</i> | USA [S] | 1287 | 1987–95 | -0,40%*** | -0,30%*** | e. w. MM |
| 38e | <i>Billger/Hallock (2005)</i> | USA [S] | 1129 | 1970–99 | K.A. | -0,30% | v. w. MM |
| | | USA [S] | 423 | 1970–79 | K.A. | -0,50% | |
| | | USA [S] | 412 | 1980–89 | K.A. | -0,40% | |
| | | USA [S] | 294 | 1990–99 | K.A. | 0,10% | |
| 39 | <i>Neus/Walter (2009)</i> | Deutschland | 265 | 1995–2006 | -0,37%* | -0,4% | adj. MM |
| 40 | <i>Bhabra et al. (2011)</i> | USA [S] | 347 | 1979–95 | K.A. | -0,87%* | MM |
| 41 | <i>Knauer/Lachmann (2011)</i> | Deutschland | 136 | 2000–09 | -0,18% | -0,36% | OLS MM |
| 42 | <i>Scott et al. (2011)</i> | USA [S] | 189 [120] | 1990–92 | -0,16% | -0,53% | MM (+BHAR) |
| 43 | <i>Capelle-Blan./Tatu (2012)</i> | Europa | 1605 [677] | 2002–10 | K.A. | -0,177% | OLS MM |
| 44 | <i>Marsball et al. (2012)</i> | England | 143 | 2005–06 u. 2008 | K.A. | -0,69% | MM |
| | | England | 67 | 2005–06 | K.A. | 0,51%+ | |
| | | England | 76 | 2008 | K.A. | -1,75%** | |
| 45 | <i>Bordeman et al. (2014)</i> | USA [S] | 673 | 1980–2010 | K.A. | -0,06% | v. w. MM |
| 46 | <i>Fraunhofer et al. (2014)</i> | 14 Länder | 84 [22] | 2003–12 | 0,035% | 1,054% | v. w. MM (+BHAR) |

| Lfd. Nr. ^{a)} | Autoren | Unternehmenssitz/Börsenland ^{b)} | Stichprobengrösse ^{c)} | Untersuchungszeitraum | Abnormale Rendite ^{d)} | | Methode ^{e)} |
|------------------------|-----------------------------|---|---------------------------------|-----------------------|---------------------------------|--------------|----------------------------|
| | | | | | DAR [0] | DKAR [-1;+1] | |
| 47 | Anderson et al. (2015) | USA [S] | 1566 [385] | 1981–2010 | K.A. | -0,54% ** | v. w. MM (e. w. identisch) |
| 48 | Gärtner et al. (2015) | 11 Länder | 70 [30] | 2000–15/11/14 | -0,460%+ | -0,380% | OLS MM (+BHAR) |
| 49 | Schweizer/Bilsdorfer (2016) | USA [S] | 222 | 2000–04 | K.A. | -1,064% **† | MM |

a) Die laufende Nummer wird nach dem Veröffentlichungsjahr und ggf. nach dem Familiennamen des Autoren in aufsteigender Sortierung vergeben. Die Zahl wird um einen alphabetischen Zusatz erweitert, um Arbeiten zu kennzeichnen, die eine Teilmenge der PAP-Fälle aus einer anderen Publikation desselben Autor(enteam)s analysieren.

b) Die Kennzeichnung [S] bedeutet, dass es sich um eine Untersuchung handelt, die folgendes Standarddesign aufweist: Ereignisidentifikation hauptsächlich oder ausschliesslich anhand des *Wall Street Journal*, Verwendung der Kursdaten des *Center for Research in Security Prices (CRSP)* der Universität Chicago zur Schätzung abnormaler Renditen mittels des Marktmodells.

c) Eckig eingeklammerte Angabe = Zahl der erfassten verschiedenen Unternehmen (sofern in der Studie genannt).

d) D(K)AR = Durchschnittliche (kumulierte) abnormale Rendite am Ereignistag [0] (im Drei-Tageszeitfenster -1, 0 und +1 (= [-1; +1]) um das Ereignis). *Kursive Werte* kennzeichnen DKAR für [-1; 0], **fette Werte** für [0; +1] und sowohl **fette als auch kursive Werte** für [-2; +2]. K.A.=Keine Angabe. Sofern die Arbeit Signifikanzniveau ausweist, werden diese wie folgt dargestellt: +: $p < 0,10$ / *: $p < 0,05$ / **: $p < 0,01$ / ***: $p < 0,001$

e) Diese Arbeiten lagen den Verfassern nicht vor, weshalb an dieser Stelle die Angaben von Gerpott (2007) übernommen wurden.

f) Die DAR/DKAR für Chalos und Chen (2002) konnten wegen studieninternen Fehlern bei der Anzahl von einzelnen und mehrfachen Ankündigungen nicht berechnet werden.

g) Vgl. Abschnitt 2.1 für nähere Erläuterungen zu den einzelnen Methoden.

Die Anzahl der simultan in den Studien untersuchten Einflussfaktoren hat dabei insbesondere in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. So wurden in den Studien, die in den vergangenen 5 Jahren veröffentlicht wurden, im Mittel 5,3 Einflussgrößen getestet. Demgegenüber weisen die von Gerpott (2007) untersuchten Studien hier im Mittel lediglich einen Wert von 2,8 untersuchte Einflussgrößen auf. Allerdings ist ferner festzuhalten, dass die Stichprobengröße mit dieser Entwicklung nicht unbedingt Schritt hält: Obgleich der vorliegend untersuchten, inzwischen mehr als vierzigjährigen empirischen Evidenz, sind auch für die aktuelleren Studien nur sehr bedingt längere Untersuchungszeiträume als in der Anfangszeit der 1970er-Jahre zu berichten. Regelmässig betragen diese (weiterhin) etwa 10 Jahre. Hier wäre es wünschenswert, wenn die Empirie verstärkt auch auf die inzwischen vorhandenen, umfangreicheren historischen Datenbestände zurückgreifen würde, um so auch Robustheit der einzelnen Einflussfaktoren im Zeitverlauf zu untersuchen.

4 Einflussfaktoren auf die Kapitalmarktreaktionen – qualitative Komponente

Die Einflussfaktoren auf die Kapitalmarktreaktion wurden in Anlehnung an Gerpott (2007) in fünf Merkmalsklassen unterteilt, die in *Tabelle 2* dargestellt sind. Diese enthält daneben eine Beschreibung der insgesamt 18 Einzelmerkmale sowie eine Aufstellung der jeweiligen Studien, die diesen Einflussfaktor untersucht haben, und eine kurze Zusammenfassung der Befunde. Festzuhalten ist, dass insbesondere zwischen den Merkmalen „Freiwilligkeit“ (4.3.4) und „Sozialverträglichkeit“ (4.3.6) hier eine deutliche Co-Fundierung vermutet wird. Im Sinne einer strukturell-konsistenten Darstellung wurde diese Unterscheidung vorliegend dennoch beibehalten. Gerpott (2007) bemängelt in seinem Überblick zwei generelle methodische Schwächen der Literatur zu Kapitalmarktreaktionen auf PAP-Ankündigungen:

Erstens betrachten die 37 von ihm untersuchten Arbeiten im Mittel lediglich 2,8 Einflussgrößen ($S = 2,0$; Median = 3,0), wodurch Interdependenzen zwischen den Einflussfaktoren unbeachtet bleiben und ein Ausschluss von theoretisch abgeleiteten Einflussfaktoren über multivariate Regressionsmodelle nicht möglich ist. Die im vorliegenden Überblick 25 zusätzlich untersuchten Studien führen dazu, dass die Zahl der berücksichtigten Einflussgrößen im Mittel auf 3,4 ($S = 2,2$; Median = 3,0) gestiegen ist. Eine starke Zunahme lässt sich für Studien erkennen, die in den letzten 5 Jahren veröffentlicht wurden: Hier liegt der Mittelwert bei 5,3 getesteten Einflussgrößen ($S = 2,4$; Median = 6), sodass von einem deutlich verbesserten Einbezug weiterer Einflussfaktoren ausgegangen werden kann. Obwohl die generelle Entwicklung mit Bezug auf Gerpotts Kritik eindeutig positiv zu bewerten ist, zeigt gleichzeitig die hohe Standardabweichung, dass nach wie vor viele Studien die Abhängigkeiten zwischen den Einflussfaktoren aussen vor lassen.

Table 2: Einflussfaktoren auf die Kapitalmarktreaktionen sowie diese berücksichtigende Studien.

| PAP-Merkmalssklasse/ Einflussfaktor | Häufigkeit ^{a)} | Resümee Befundlage |
|--|--------------------------|---|
| <i>I. Strategische Stossrichtung bzw. Begründung PAP</i> | 40 [64,5%] | Auf PAP-Ankündigungen, die mit Nachfragerückgängen oder finanziellen Problemen begründet werden folgen eher signifikant negative DAR/DKAR; bei PAP-Ankündigungen aufgrund von inhaltlich begründeten Restrukturierungsplänen bzw. Entwicklungsstrategien mit Wachstumschancen eher nicht. |
| <i>II. Personalabbauquote (PAQ)</i> | 31 [50,0%] | Höhere PAQ lösen stärker negative DAR/DKAR aus, die bei grösseren PAQ betragsmässig überproportional zunehmen; dieser Interaktionseffekt scheint bei erwarteten Effizienzsteigerungen abgeschwächt zu werden. |
| <i>III. Ausgestaltungsaspekte PAP</i> | | |
| 1. Erst- oder Folgeankündigung eines PAPs | 18 [29,0%] | PAP-Erstankündigungen weisen negativere DAR/DKAR auf als PAP-Bekanntmachungen, die an frühere Personalbestandsreduktionen anschliessen. |
| 2. Dauerhafter oder temporärer Personalabbau | 11 [17,7%] | Ankündigungen von dauerhaften PAPs führen zu niedrigeren DAR/DKAR als temporäre PAPs, bei denen geplant ist, die freigesetzten Mitarbeiter in der Zukunft wieder einzustellen. |
| 3. Betroffene Mitarbeitergruppen | 9 [14,5%] | Unterschiedliche Kapitalmarktreaktionen aufgrund von verschiedenen betrachteten Mitarbeitergruppen und Herangehensweisen in den einzelnen Studien. |
| 4. Freiwilligkeit der Personalabgänge | 5 [8,1%] | Durch freiwillige Personalabgänge ausgestaltete PAP scheinen signifikant positivere DAR/DKAR als mithilfe von unternehmensseitigen Kündigungen realisierte PAP aufzuweisen. |
| 5. Bekanntheit der Information | 4 [6,5%] | In der Zeitspanne vor der Ankündigung des PAP-Vorhabens lässt sich ein negativer Einfluss nachweisen. |

| PAP-Merkmalssklasse/ Einflussfaktor | Häufigkeit ^{a)} | Resümee Befundlage |
|--|--------------------------|--|
| 6. Sozialverträgliche Entlassungspläne | 1 [1,6%] | Es wurden signifikant negative DAR/DKAR bei fehlenden sozialverträglichen Entlassungsplänen gefunden; bei der Existenz von sozialverträglichen Plänen hingegen gab es keine signifikanten Befunde. |
| 7. Zeitpunkt der Ankündigung | 1 [1,6%] | Es können keine Aussagen zum Einfluss des Zeitpunktes getätigt werden. |
| <i>IV. Merkmale des abbaubenden Unternehmens</i> | | |
| 1. Unternehmenseffizienz-/erfolgsniveau vor PAP | 25 [40,3%] | Keine konsistenten Befunde zum Einfluss des finanziellen Unternehmenserfolgsniveaus vor der PAP-Ankündigung auf die Kapitalmarktreaktion bei Beantwortung. |
| 2. Unternehmensgrösse | 18 [29,0%] | Für die Bedeutung der Unternehmensgrösse werden nur wenig signifikante Ergebnisse gefunden, die hauptsächlich einen negativen Einfluss auf die DAR/DKAR ermitteln. |
| 3. Branchenzugehörigkeit | 12 [19,4%] | Einfluss auf DAR/DKAR vorhanden; genaue Ausprägung muss jedoch untersucht werden. |
| 4. Neuer CEO | 4 [6,5%] | Ein neuer CEO innerhalb von 12 Monaten vor der PAP-Ankündigung hat einen positiven Einfluss auf die DKAR. |
| 5. Eigentümerkonzentration/ Governance | 2 [3,2%] | Die Eigentümerkontrolle der Manager wirkt sich positiv auf die DAR/DKAR bei PAP-Ankündigungen aus. |
| 6. Anteilsbesitz des Managements | 2 [3,2%] | Der Anteilsbesitz der Manager hat einen positiven Einfluss auf die DAR/DKAR bei PAP-Ankündigungen. |

| PAP-Merkmalssklasse/ Einflussfaktor | Häufigkeit ^{a)} | Resümee Befundlage |
|--|--------------------------|--|
| <i>V. Unternehmensübergreifende Umfeldmerkmale</i> | | |
| 1. Jahresintervall, in dem PAP angekündigt wird | 11 [17,7%] | Keine einheitlichen Befunde zur Veränderung von Kapitalmarktreaktionen auf PAP-Ankündigungen in Abhängigkeit vom Zeitintervall, in dem die Abkündigung erfolgte. |
| 2. Konjunktursituation | 10 [16,1%] | PAP-Ankündigungen in konjunkturellen Aufschwüngen gehen mit weniger negativen DAR/ DKAR einher als PAP in Rezessionsphasen. |
| 3. Herkunftsland Unternehmen/ Börsenland | 4 [6,5%] | Kapitalmarktreaktionen auf PAP-Ankündigungen scheinen in den USA negativer als in westeuropäischen oder fernöstlichen Industrieländern zu sein. |

a) Absolute Zahl der Veröffentlichungen, in denen der jew. Einflussfaktor untersucht wurde. Angabe in eckigen Klammern: Relative Häufigkeit bezogen auf die Gesamtheit der 62 in Tabelle I ausgewiesenen Studien.

Eine zweite methodische Kritik betrifft die Verlässlichkeit der Messinstrumente, mit denen die Einflussfaktoren operationalisiert werden. Die Erhebung der Daten erfolgt hauptsächlich durch inhaltliche Interpretationen von PAP-Pressemitteilungen oder anhand von Werten aus Geschäftsberichten. Grundsätzlich sind inhaltsanalytische Interpretationen ein bewährtes Erhebungsverfahren für textbasierte Datenformate, jedoch können die Ergebnisse nur als verlässlich gelten, wenn bei der Erhebung einige grundsätzliche Standards beachtet werden: Dazu gehört unter anderem die Durchführung von Tests zur Überprüfung der Objektivität der Interpretation eines Coders. Anhand dieser unabhängig erhobenen Datengrundlagen kann dann der Grad der Übereinstimmung (Interrater-Reliabilität) gemessen werden, um die Messqualität des erhobenen Indikators zu bestimmen (*Früh* 2011; *Mayring* 2015). Kritisch ist dies besonders bei der Messung der Gründe eines PAPs (nachfolgend „strategische Stossrichtung“ genannt), da die hierzu verwendeten Pressemitteilungen in der Regel einige Interpretationsspielräume offen lassen. Nur die wenigsten der 62 betrachteten Arbeiten enthalten einen Hinweis darauf, dass eine solche Überprüfung der Reliabilität durchgeführt wurde. Lediglich *Lee* (1997), *Nixon et al.* (2004), *Knauer/Lachmann* (2011) sowie *Schweizer/Bilsdorfer* (2016) geben an, mit zwei oder drei Codern gearbeitet zu haben, mit denen die gegenseitige Übereinstimmungen der Kodierungen überprüft wurde. Zehn andere Studien⁶ erläutern nur ihr Vorgehen bei der Inhaltsanalyse der PAP-Veröffentlichungen oder erwähnen eine Überprüfung der Reliabilität ohne nähere Ausführungen.

4.1 Gründe für Personalabbau

Die strategische Stossrichtung eines PAPs wurde in 64,5% der Studien untersucht und ist damit der am häufigsten untersuchte Einflussfaktor. In 13⁷ der 40 Studien (s. *Tabelle 2* Nr. I) werden die Gründe der PAP-Ankündigung den Kategorien „reaktiv“ oder „proaktiv“ zugeordnet und die Kapitalmarktreaktionen, abhängig von dieser Einteilung, untersucht. Teilweise enthalten diese Arbeiten genaue Definitionen, welche einzelnen Gründe in diese beiden Gruppen eingehen, und diese Ursachen werden zum Teil auch einzeln untersucht. In anderen Studien wird die Zuordnung dagegen recht ungenau beschrieben. Weitere 15 Studien⁸ nehmen eine abweichende dichotome Einteilung vor, die aber den angeführten Definitionen nach teilweise den Gruppen „reaktiv“ und „proaktiv“ zuordenbar wären. Die verbleibenden Studien analysieren die Gründe ausschliesslich getrennt voneinander.

Die Einteilung in reaktive und proaktive PAPs folgt aus der theoretische Überlegung, dass der Kapitalmarkt auf reaktive PAP-Ankündigungen negativ reagieren wird, da hiermit zuvor erfolgte und nun offenkundige Managementfehler der Unternehmensführung beho-

6 Abraham (2004); Capelle-Blanchard und Tatu (2012); Chalos und Chen (2002); Gärtner et al. (2015); Gunderson et al. (1997); Hillier et al. (2007); Iqbal und Akhigbe (1997); McKnight et al. (2002); Neus und Walter (2009); Pouder et al. (2004).

7 Abraham (2004); Capelle-Blanchard und Tatu (2012); Fraunhofer et al. (2014); Gärtner et al. (2015); Gunderson et al. (1997); Hillier et al. (2007); Iqbal und Akhigbe (1997); Knauer und Lachmann (2011); Lee (1997); McKnight et al. (2002); Neus und Walter (2009); Pouder et al. (2004); Schweizer und Bilsdorfer (2016). Zu den nicht vorliegenden Quellen kann keine Angabe gemacht werden, da Gerpott (2007) diese Unterteilung noch nicht vornimmt.

8 Ang und Keys (2002); Bhabra et al. (2011); Bordeman et al. (2014); Cagle et al. (2009); Chadwell und Filbeck (1994); Davidson et al. (1996); Farber und Hallock (2004); Hahn und Jacobs (2014); Hahn und Reyes (2004); Marshall et al. (2012); Nixon et al. (2004); Palmon et al. (1997); Raj und Forsyth (1999, 2002); Worrell et al. (1991).

ben werden sollen. Die empirischen Untersuchungen unterstützen diese Annahme ausnahmslos und sind i.d.R. mindestens auf dem 5%-Niveau signifikant. Für die proaktiven Ankündigungen werden hauptsächlich positive Kapitalmarktreaktionen festgestellt, wobei lediglich fünf Studien⁹ signifikante Ergebnisse liefern. Gleicht man die hinter den Begrifflichkeiten „reaktiv“ und „proaktiv“ stehenden Ursachen mit den spezifischeren Gründen ab, lässt sich feststellen, dass bei Begründungen für PAPs, die auf Nachfrageeinbrüchen, finanziellen Problemen oder generellen unternehmensweiten Kostenreduktionen beruhen, die signifikanten DKAR um den Ereignistag negativ sind. Kündigt das Unternehmen jedoch PAPs aufgrund von Restrukturierungsplänen bzw. Entwicklungsstrategien an, fallen die Ergebnisse schon gemischerter aus, tendieren aber bei überzeugenden Wachstumschancen zu weniger negativen Reaktionen.

4.2 Personalabbauquote

Als zweithäufigster Einflussfaktor wurde in der Hälfte der Studien der Einfluss des Umfangs eines PAPs auf die Kapitalmarktreaktionen untersucht. Die 31 entsprechenden Studien (s. *Tabelle 2* Nr. II) untersuchen die Personalabbauquote (PAQ), definiert als Anzahl der freigesetzten Mitarbeiter in Relation zu allen Beschäftigten am Jahresende des vorherigen Kalenderjahres. Knapp die Hälfte dieser Studien verwenden den Mittelwert bzw. Median der PAQ als unabhängige Variable, wobei einige Studien auch mehrere Bereiche getrennt voneinander untersuchen. Unsere Stichprobe enthält dabei PAP-Ankündigungen, die lediglich 1% der Belegschaft betreffen (*Caves/Krepps 1993*), genauso wie Ankündigungen, die 20% der Mitarbeiter einschliessen (*Gombola/Tsetsekos 1992*). Die meisten Arbeiten untersuchen PAPs, mit PAQ von mindestens 5% und haben somit i.d.R. einen erheblichen Umfang. 20 Studien¹⁰ sprechen für einen *signifikant negativen Einfluss des Umfangs* eines PAPs auf die abnormalen Renditen und finden bei PAQ, die grösser als 10% sind, nochmals negativere Reaktionen. Der Kapitalmarkt scheint bei grösseren PAPs also stärker an den Möglichkeiten des Managements bzw. der Effektivität dieser Massnahme zu zweifeln, das Unternehmen wieder zu einem wirtschaftlichen Aufschwung zu führen. Lediglich die Studien von *Collett (2002, 2004)* und *Brookman et al. (2007b)* finden dagegen signifikant positive Zusammenhänge. *Marshall et al. (2012)* gelangen zu positiven und negativen Resultaten, je nachdem welches Jahr und welche PAQ sie betrachten. Alle weiteren Arbeiten finden keinen signifikanten Einfluss.

4.3 Ausgestaltungsaspekte des PAPs

Die Ausgestaltungsaspekte eines PAPs beziehen sich auf Rahmenbedingungen eines Personalabbaus, die über den quantitativen Umfang hinausgehen, und können einen starken Einfluss auf die Kapitalmarktreaktion haben, wenn sie massgebliche Informationen für die Anleger enthalten.

9 Capelle-Blanchard und Tatu (2012); Fraunhoffer et al. (2014); Gärtner et al. (2015); Iqbal und Akhigbe (1997); Knauer und Lachmann (2011).

10 Studien mit ein Signifikanzniveau von wenigstens 10%: Bordeman et al. (2014); Caves und Krepps (1993); Chadwell und Webb (1996); Chen et al. (2001); Clarenbach und Davies (2001); Elayan et al. (1998); Farber und Hallock (2004); Filbeck und Webb (2001); Fraunhoffer et al. (2014); Gärtner et al. (2015); Gombola und Tsetsekos (1992); Hillier et al. (2007); Knauer und Lachmann (2011); Lee (1997); Nixon et al. (2004); Palmon et al. (1997); Schweizer und Bildorfer (2016); Ursel und Armstrong-Stassen (1995); Wertheim und Robinson (2004); Worrell et al. (1991).

4.3.1 Erst- oder Folgeankündigung eines PAPs

Der am häufigsten betrachtete Ausgestaltungsaspekt berücksichtigt, ob die PAP-Ankündigung eine erste Bekanntmachung ist oder ob es zuvor bereits eine/mehrere PAPs im jew. Unternehmen gab. Insgesamt untersuchen 18 Studien (s. *Tabelle 2* Nr. III. 1.) diesen Aspekt, wovon neun¹¹ *bei der Erstankündigung eine signifikant negativere Kapitalmarktreaktion berichten* als für Folgeankündigungen. Bei *Bordeman et al. (2014)* und *Chalos/Chen (2002)* fällt die pos. Reaktion für die Erstankündigung signifikant stärker aus als bei der Folgeankündigung. Alle weiteren Studien können keine signifikanten Zusammenhänge zwischen der DKAR und der Erst- bzw. Folgeankündigungen finden. Diese Befunde könnten sich damit erklären, dass der Informationsgehalt der Ankündigung eine entscheidende Rolle spielt. Bei einer ersten Bekanntmachung eines PAP-Vorhabens fällt die Kapitalmarktreaktion aufgrund der Neuartigkeit der Information hoch aus, sei sie negativ oder positiv. Folgt eine weitere PAP-Ankündigung reagiert der Kapitalmarkt gelassener, da keine fundamental neuen Informationen an die Öffentlichkeit gelangen; ggf. wird lediglich die frühere Bekanntgabe konkretisiert (*Gerpott 2007*).

4.3.2 Dauerhafter oder temporärer Personalabbau

Den Einfluss der Persistenz des PAPs untersuchen 11 Studien (s. *Tabelle 2* Nr. III. 2.). Die Einordnung des PAPs als dauerhaft oder temporär erfolgt dahingehend, ob die Personalfreisetzung als endgültig bekannt gegeben wurde oder ob lediglich eine temporäre Reduktion mit der Absicht einer baldigen Wiedereinstellung nach einer Erholung des Unternehmens angekündigt wird. Die diesbezüglichen Ergebnisse sind weiterhin konsistent zu den Befunden von *Gerpott (2007)*, da lediglich eine neuere Studie die Auswirkung der Dauer der Personalkapazitätsreduktion untersucht und diese Studie sich ausserdem einer bereits erfassten Stichprobe bedient. Zusammenfassend scheinen Ankündigungen von dauerhaften PAP-Vorhaben eine stärker negative Wirkung auf den Kapitalmarkt zu haben als vorübergehende PAPs, die eine zeitnahe Wiedereinstellungsabsicht beinhalten (*Gerpott 2007*).

4.3.3 Betroffene Mitarbeitergruppen

Die 9 Studien, die die DKAR in abhängig von den betroffenen Mitarbeitergruppen auswerten (s. *Tabelle 2* Nr. III. 3.), lassen sich in drei Kategorien unterteilen: 6 Arbeiten¹² betrachten den arbeitsrechtlichen Status der freigesetzten Mitarbeiter und unterscheiden zwischen „Arbeitern“ (*blue-collar* oder *hourly labor*) und „Angestellten“ (*white-collar* oder *salaried labor*). *Chen et al. (2001)* analysieren Unterschiede zwischen Freisetzungen von regulären Mitarbeitern und der Belegschaft der Unternehmenszentrale, während *Abraham (2006)*, *Clarenbach/Davies (2001)* und *Pouder et al. (2004)* gewerkschaftlich organisiertes Personal differenzieren. Einen signifikant positiven Einfluss bei Entlassungen von *white-collar*-Mitarbeitern auf die DKAR finden *Caves/Krepps (1993)* und *Davidson et al. (1996)*, wobei letztere darüber hinaus signifikant höhere abnormale Renditen im Vergleich

11 Abowd et al. (1990); Capelle-Blanchard und Tatu (2012); Chen et al. (2001); Elayan et al. (1998); Farber und Hallock (2004); Lee (1997); Lin und Rozeff (1993); McKnight et al. (2002); Ursel und Armstrong-Stassen (1995). Lee (1997) kann dies lediglich für die USA bestätigen, für Japan liegen keine signifikanten Werte vor.

12 Bordeman et al. (2014); Caves und Krepps (1993); Davidson et al. (1996); Farber und Hallock (2004, 2009); Lin und Rozeff (1993).

zu nicht ausschliesslich auf *white-collar*-Mitarbeiter beschränkte PAPs ermitteln. *Bordevman et al.* (2014) hingegen stellen eine signifikant negative Kapitalmarktreaktion auf die Ankündigung der Entlassung von Angestellten fest.

Betreffen die PAPs gewerkschaftlich organisierte Mitarbeiter, stellen *Abraham* (2006), *Clarenbach/Davies* (2001) und *Pouder et al.* (2004) signifikant weniger negative Kapitalmarktreaktionen fest als bei anderen Mitarbeitergruppen. Dies begründen sie damit, dass Anleger die Entlassung von gewerkschaftlich organisierten Mitarbeitern als Abbau von Ineffizienzen verstehen. Eine alternative Erklärung wäre, dass bei PAPs, die gewerkschaftlich organisierte Mitarbeiter betreffen, häufig umfangreichere Verhandlungen vorangehen, welche (ähnlich Folgeankündigungen) so auch bereits (teilweise) öffentlich bekannt und eingepreist werden (*Abraham* 2006).

Keine signifikanten Unterschiede für verschiedene Mitarbeitergruppen finden *Chen et al.* (2001), *Farber* und *Hallock* (2004, 2009), sowie *Lin/Rozeff* (1993). Aufgrund der widersprüchlichen Befunde sollte daher bei weiteren Forschungen auf eine genauere Erfassung der Mitarbeitergruppen geachtet werden, sei es anhand von Geschäfts- oder Funktionsbereichen, Standorten, Hierarchieebenen oder rechtlicher Stellung, um eindeutigere Unterschiede der Kapitalmarktreaktionen zu identifizieren.

4.3.4 Freiwilligkeit der Personalabgänge

Die Freiwilligkeit der Personalabgänge wurde in 5 Studien untersucht (s. *Tabelle 2* Nr. III. 4.). Typischerweise wird dieses Merkmal anhand einer Binärvariable untersucht, die angibt, ob ein Unternehmen laut seiner PAP-Ankündigung ein freiwilliges Ausscheiden der betroffenen Mitarbeiter über Anreize gezielt fördert. Nur *Collett* (2004) zieht dagegen die Freisetzungskosten je Mitarbeiter als Proxy für die Freiwilligkeit der Abgänge heran. *Caves/Krepps* (1993) konnten in ihrer Untersuchung eine geringere Kapitalmarktreaktion für freiwillige Abgängen feststellen, während *Collett* (2004) einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen den Freisetzungskosten und den DKAR berichtet. *Knauer/Lachmann* (2011) und *McKnight et al.* (2002) finden positivere Kapitalmarktreaktionen bei freiwilligen Abgängen als bei unfreiwilligen Entlassungen, können jedoch nur entweder eine signifikant positive Reaktion der Anleger auf PAPs mit freiwilligem Abgang oder eine signifikant negative Reaktion auf unfreiwillige Entlassungen ermitteln. *Nixon et al.* (2004) finden keinen signifikanten Einfluss der Freiwilligkeit von Personalabgängen in der Einzelbetrachtung, jedoch einen signifikant positiven Effekt für die Interaktion zwischen der Freiwilligkeit der Personalabgänge und zugleich angekündigten Restrukturierungsplänen.

Hier zeigt sich damit ein hoher Bedarf nach weiteren Untersuchungen, um den sich abzeichnenden Trend zu niedrigeren DKAR bei betriebsbedingten Kündigungen zu bestätigen. Die vorliegenden Ergebnisse deuten auf einen positiven Einfluss von freiwilligen Abgängen auf den Kapitalmarkt hin, bei denen Mitarbeitern die Möglichkeit eingeräumt wird, das Unternehmen freiwillig zu verlassen. Durch die Freiwilligkeit des PAPs können eventuell Imageprobleme und eine Demotivation der im Unternehmen verbleibenden Mitarbeiter aufgrund einer (vermeintlich) unfairen Behandlung ihrer freigesetzten Kollegen vermieden werden, was die positivere Reaktion der Anleger erklären könnte.

4.3.5 (Vorab-)Bekanntheit der Information

Auch wenn viele untersuchte Studien vorab an die Öffentlichkeit gelangte Informationen als Gründe für oft insignifikante Ergebnisse benennen, untersuchen lediglich 4 Studien¹³ die Bekanntheit der Information zu bevorstehenden PAPs bereits vor der eigentlichen Ankündigung (s. *Tabelle 2* Nr. III.5). Hierzu sichteten *Worrell et al.* (1991) das Wall Street Journal zwölf Monate vor der eigentlichen Bekanntmachung nach entsprechenden Hinweisen. Sie fanden 31 konkrete Hinweise auf bevorstehende PAPs, die durchschnittlich 34 Handelstage vor der Ankündigung auftraten. Erwartungsgemäss zeigt sich, dass das Ausmass der negativen Kapitalmarktreaktion bei vorab bekannten PAPs am Ereignistag geringer ist als bei vergleichbaren PAPs, die nicht im Vorfeld bekannt waren. Bei den DKAR um den Ereignistag konnten keine signifikanten Unterschiede festgestellt werden, sehr wohl dagegen in der Zeitspanne $[-90; -5]$ vor dem Ereignistag, in der die bekanntgewordene Information einen negativen Einfluss auf die Renditen des abbauenden Unternehmens hat. Bei *Goins/Gruca* (2008) wird der Einfluss am Ereignistag und einem Tag vorher sowie im 11-Tages-Zeitfenster um den Ereignistag angegeben. Im ersten Zeitrahmen $[-1; 0]$ wird kein signifikanter Zusammenhang zwischen den zuvor bekanntgewordenen Informationen und der DKAR festgestellt, im grösseren Zeitfenster konnten die Autoren jedoch auf dem 1%-Signifikanzniveau zeigen, dass die Bekanntheit der Information keinen Einfluss auf die Renditen des abbauenden Unternehmens hat.

Scott et al. (2011) filtern in einer eingeschränkten Stichprobe die Unternehmen heraus, bei denen vorab Informationen bekannt wurden. Hier kann keine genaue Aussage zum Einfluss von vorab bekanntgewordenen Informationen getätigt werden. Alternativ nutzen *Wertheim/Robinson* (2004) die Unternehmensgrösse als Proxy für die vorab bekannt gewordenen Informationen. Allerdings erscheint die Unternehmensgrösse nur schlecht als Proxy-Variable für die Bekanntheit der Information geeignet, weil sie mit vielen weiteren Einflussfaktoren stark korreliert. Eine Differenzierung zwischen rivalisierenden Hypothesen ist so nicht möglich. Auch in diesem Bereich besteht daher dringender Bedarf nach vertiefenden Analysen, wobei die genutzte Methodik von *Worrell et al.* (1991) insgesamt vorzugswürdig erscheint.

4.3.6 Sozialverträglichkeit der Entlassungspläne

Lediglich *Schweizer/Bilsdorfer* (2016) untersuchen den Einfluss von sozialverträglichen Entlassungsverfahren zu positiven Kapitalmarktreaktionen führen und PAP-Ankündigungen andernfalls negative Reaktionen nach sich ziehen. Die Evidenz kann diese Hypothesen nur teilweise unterstützen, da keine signifikanten Kapitalmarktreaktionen für sozialverträgliche PAPs nachgewiesen werden, für den Kontrastfall jedoch auf dem 1%-Niveau signifikante negative Kapitalmarktreaktionen festgestellt werden.

4.3.7 Zeitpunkt der Ankündigung

Empirisch untersuchen nur *Clinebell/Clinebell* (1994) die Zeitspanne zwischen PAP-Ankündigung und dessen Umsetzung (s. *Tabelle 2* Nr. III. 7.). Die Autoren kategorisieren zwei Zeitspannen: PAP-Ankündigungen min. 60 Tage vor der tatsächlichen Umsetzung so-

¹³ Goins und Gruca (2008); Scott et al. (2011); Wertheim und Robinson (2004); Worrell et al. (1991).

wie entsprechende Zeitspannen von weniger als 60 Tagen. Da signifikante DKAR um den Ankündigungstag lediglich für den längeren Zeitraum (von min. 60 Tagen) gefunden wurden, sind keine vergleichenden Aussagen möglich. Auch muss dieser Effekt nicht (ausschliesslich) mit dem Ankündigungszeitpunkt der PAP zusammenhängen, da keine weiteren Kontrollvariablen berücksichtigt wurden. Weitere Studien, die angesichts der Länge des betrachteten Zeitraums besonderes Augenmerk auf den Einbezug von Kontrollvariablen legen, erscheinen somit angebracht.

4.4 Merkmale des abbauenden Unternehmens

Die vierte PAP-Merkmalklasse betrachtet die Eigenschaften der abbauenden Unternehmen unabhängig von den Ausgestaltungsaspekten eines konkreten PAPs.

4.4.1 Unternehmenseffizienz-/erfolgsniveau

Das am häufigsten untersuchte Merkmal dieser Gruppe ist das Erfolgsniveau des abbauenden Unternehmens vor der PAP-Ankündigung (s. *Tabelle 2* Nr. IV. 1.). Insgesamt untersuchen 25 Studien dieses Merkmal, wobei vielfach finanzwirtschaftliche Kennzahlen (z.B. Umsatz, Rentabilität), ggf. in Kombination mit Kapitalmarktkennzahlen (z.B. Marktwert-Buchwert-Verhältnis) als Erfolgsgrössen genutzt werden. 10 dieser Studien¹⁴, stellen für vor der PAP-Ankündigung „erfolgreiche“ Unternehmen eine *signifikant negativere Kapitalmarktreaktion* als für angeschlagene Unternehmen fest. So stellt die Ankündigung eines PAPs vonseiten eines erfolgreichen Unternehmens eine negativ(er)e Überraschung für die Anleger dar, die sich umgehend deutlich(er) im Aktienkurs widerspiegelt. Umgekehrt hat die Veröffentlichung eines PAP-Vorhabens durch zuvor weniger erfolgreiche Unternehmen eine geringere Auswirkung, da die Anleger eher mit einer solchen Massnahme rechnen und diese teilweise bereits eingepreist haben.

In 7 Studien¹⁵ wurden dagegen signifikant positive Einflüsse des Unternehmenserfolgsniveaus vor der Ankündigung auf die DKAR um den Ereignistag gefunden. Diese konträren Befunde legen die alternative Überlegung nahe, dass die Ankündigung von PAPs seitens angeschlagener Unternehmen durch die Anleger als Alarmsignal eingestuft werden und der Kapitalmarkt das PAP als zu späte und somit reaktive Massnahme des Managements sieht¹⁶. Die verbleibenden 8 Studien¹⁷ finden keinen signifikanten Einfluss.

Somit lässt sich keine allgemeingültige Aussage über den Einfluss des Unternehmenserfolgs vor der PAP-Ankündigung treffen. Angesichts der beinahe ausgeglichenen Befundlage stellt sich vor allem methodisch die Frage, ob das verwendete Bewertungsmodell einen systematischen Einfluss auf die Ergebnisse hat. Auffällig ist in diesem Zusammenhang, dass die Autoren der 10 Studien mit negativen Befunden zur Bewertung hauptsächlich auf das allgemeine Marktmodell, das *value weighted* Marktmodell oder das *adjusted* Marktmodell

14 Bhabra et al. (2011); Bordeman et al. (2014); Chen et al. (2001); Clarenbach und Davies (2001); Elayan et al. (1998); Franz et al. (1998); Goins und Gruca (2008); Hillier et al. (2007); Iqbal und Shetty (1995); Wertheim und Robinson (2000). Wertheim und Robinson (2000) reproduziert jedoch hier lediglich die Befunde anderer Studien.

15 Capelle-Blanchard und Tatu (2012); Gärtner et al. (2015); Gombola und Tsetsekos (1992); Knauer und Lachmann (2011); Nixon et al. (2004); Pouder et al. (1999); Pouder et al. (2004).

16 Siehe hierzu auch Abschnitt 4.1.

17 Anderson et al. (2015); Brookman et al. (2007b); Chadwell und Webb (1996); Collett (2002); Filbeck und Webb (2001); Marshall et al. (2012); Ursel und Armstrong-Stassen (1995).

zurückgreifen, wohingegen die Arbeiten mit positiven Befunden ausschliesslich das OLS Marktmodell, das *equally weighted* Marktmodell oder ein allgemeines Marktmodell ohne nähere Erläuterung heranziehen. Zukünftige Studien sollten daher genauer auf die Unterschiede zwischen den verschiedenen Bewertungsmodellen eingehen und die Wechselwirkungen zwischen den bekannten Einflussfaktoren einbeziehen, beispielsweise indem andere Einflussfaktoren im Rahmen einer multivariaten Regressionsanalyse als Kontrollvariablen aufgenommen werden.

4.4.2 Unternehmensgrösse

Für diesen Einflussfaktor liegen Ergebnisse von 18 Studien vor (s. *Tabelle 2* Nr. IV. 2.). Gegenüber dem Stand bei *Gerpott* (2007) bedeutet dies eine Verdreifachung, sodass hier substantielle neue Ergebnisse zu erwarten sind. Die Vergleichbarkeit der Studien ist jedoch durch unterschiedliche Operationalisierungen der Unternehmensgrösse (Gesamtvermögen, Marktwert des Eigenkapitals, Marktkapitalisierung, Umsatz) stark eingeschränkt. 4 Studien¹⁸ berichten einen signifikant positiven Einfluss der Unternehmensgrösse auf die DKAR um den Ereignistag. *Filbeck/Webb* (2001) sowie *Wertheim/Robinson* (2004) unterteilen die Ausprägung der DKAR zur genaueren Analyse in zwei Gruppen. Beide finden, dass positive abnormale Renditen für kleine Unternehmen höher ausfallen als für Grössere. Es besteht damit ein signifikant negativer Zusammenhang zwischen der Höhe der positiven abnormalen Rendite und der Unternehmensgrösse. Für negative abnormale Renditen ist dieser Zusammenhang umgekehrt.

Gärtner et al. (2015) stellen dagegen als einzige einen signifikant negativen Einfluss fest. Da diese Studie ausschliesslich die internationale Energiebranche untersucht, könnten diese abweichenden Ergebnisse jedoch auch durch den Einfluss des Industriesektors erklärbar sein. Die restlichen 11 Studien¹⁹ finden keine signifikanten Effekte der Unternehmensgrösse. Bemerkenswert ist, dass einige Studien die Unternehmensgrösse als Indikator für das Vorliegen von Informationsasymmetrien einsetzen (*Filbeck/Webb* 2001), was eine Differenzierung zwischen den einzelnen Kausalmechanismen unmöglich macht. *Goins/Gruca* (2008) definieren die Unternehmensgrösse als einzige Studie anhand der Mitarbeiterzahl und kommen ebenfalls zu keinen signifikanten Ergebnissen. Nach *Anderson et al.* (2015) hat die Operationalisierung der Unternehmensgrösse anhand verschiedener Kennzahlen keinen Einfluss auf die Ergebnisse, da eine vergleichende Analyse mit drei unterschiedlichen Operationalisierungen für jeden verwendeten Indikator zu ähnlichen Ergebnissen kommt. Dennoch wäre eine einheitliche Operationalisierung oder auch die einheitliche Verwendung von mehreren Indikatoren als Robustheitsprüfung wünschenswert, um direkt vergleichbare und robuste Ergebnisse zu erhalten.

4.4.3 Branchenzugehörigkeit

12 Studien untersuchen den Einfluss der Branchenzugehörigkeit auf die Kapitalmarktreaktionen infolge von PAP-Ankündigungen (s. *Tabelle 2* Nr. IV. 3.). Die Gruppierung der Branchen erfolgt dabei auf sehr unterschiedliche Art und Weise. *Gunderson et al.* (1997),

18 Anderson et al. (2015); Bhabra et al. (2011); Filbeck und Webb (2001); Poudet et al. (1999).

19 Brookman et al. (2007b); Cagle et al. (2009); Capelle-Blanchard und Tatu (2012); Chalos und Chen (2002); Clinebell und Clinebell (1994); Collett (2002); Fraunhoffer et al. (2014); Marshall et al. (2012); Nixon et al. (2004); Palmon et al. (1997); Poudet et al. (2004).

Knauer/Lachmann (2011) sowie *Farber/Hallock* (2004, 2009) unterteilen verarbeitendes und nicht verarbeitendes Gewerbe, wobei *Farber/Hallock* (2004, 2009) in der Gruppe des verarbeitenden Gewerbes zusätzlich den Automobilbau getrennt betrachten. Diese Studien stellen ausschliesslich für das verarbeitende Gewerbe signifikante DKAR um den Ereignistag fest, die jew. negativ ausfallen.

Chadwell/Filbeck (1994) und *Chadwell/Webb* (1996) unterscheiden zwischen Finanzdienstleistern und sonstigen Unternehmen. *Cagle et al.* (2009) vergleichen den Einfluss von Banken mit anderen Finanzinstituten ohne Einlagengeschäft (z.B. Versicherungen und Hypothekenbanken). Sie kommen zu dem Ergebnis, dass der Einfluss von PAP-Ankündigungen auf die DKAR für „klassische“ Banken signifikant positiver ist als für sonstige Finanzinstitute. *Collett* (2004) differenziert zwischen arbeits- oder kapitalintensiven Branchen, findet jedoch keinen signifikanten Effekt.

Eine multinomiale Unterteilung nehmen *Capelle-Blanchard/Tatu* (2012), *Elayan et al.* (1998) und *Marshall et al.* (2012) vor. *Capelle-Blanchard/Tatu* (2012) finden keinen signifikanten Einfluss der Branchenzugehörigkeit auf die Kapitalmarktreaktion, die beiden anderen Arbeiten jedoch teilweise übereinstimmende wie auch gegensätzliche signifikante Effekte. Da allerdings *Marshall et al.* (2012) zwei verschiedene Zeitperioden betrachten und selbst diese zum Teil divergente Ergebnisse aufweisen, lassen sich die Ergebnisse kaum vergleichen. *Clarenbach/Davies* (2001) betrachten verschiedene Branchen getrennt voneinander und stellen für die Hälfte der Branchen signifikant negative DKAR, für die andere Hälfte insignifikante Ergebnisse fest.

Insgesamt sollte hier zukünftig ein grösserer Fokus nicht nur auf die (deskriptive) Beschreibung von Brancheneinflüssen, sondern vor allem auf deren theoretische Motivation gelegt werden. Evident ist, dass der branchenspezifische Kontext einen bedeutenden Einfluss nicht nur auf die Wahrnehmung, sondern vor allem auch auf die Interpretation eines PAPs durch die Kapitalanleger besitzt. Diese Unterschiede spiegeln damit bspw. für einzelne Branchen charakteristische Unternehmenskulturen wider; deren stärkere Berücksichtigung könnte so einen erheblichen Beitrag zum besseren Verständnis von Brancheneinflüssen zwischen den beobachteten Kapitalmarktreaktionen liefern.

4.4.4 Neuer CEO

Veränderungen im Vorstand werden in 4 Arbeiten²⁰ miteinbezogen (s. *Tabelle 2* Nr. IV. 4.). Allgemein wird dazu erfasst, ob es in den letzten 12 Monaten vor der PAP-Ankündigung zu einem Wechsel des CEOs kam. Nur *Nixon et al.* (2004) betrachteten abweichend einen Zeitraum von 6 Monaten. *Chen et al.* (2001), *Hillier et al.* (2007) und *Marshall et al.* (2012) dokumentieren einen signifikant positiven Einfluss eines neuen CEOs auf die DKAR. Jedoch untersuchen *Chen et al.* (2001) allgemeiner eine Änderung im Top-Management, während *Marshall et al.* (2012) explizit den CEO benennen. *Hillier et al.* (2007) erfassen den Wechsel des CEOs in einer einzigen Variable zusammen mit Übernahmerüchten und finanziellen Schwierigkeiten in der Zeitspanne vor der PAP-Ankündigung. Dementsprechend können die Ergebnisse nicht unmittelbar auf den Wechsel des CEOs als (alleinige) Ursache zurückgeführt werden. *Nixon et al.* (2004) können dagegen keinen signifikanten Effekt eines neuen CEOs auf die Kapitalmarktreaktion finden, wobei nicht ersichtlich ist, ob dies aus der kürzeren betrachteten Zeitspanne resultiert.

²⁰ *Chen et al.* (2001); *Hillier et al.* (2007); *Marshall et al.* (2012); *Nixon et al.* (2004).

Es lässt sich damit ein positiver Einfluss eines CEO-Wechsels auf die DKAR um den Ankündigungstag eines PAPs festhalten, obwohl bei diesem Einflussfaktor stärker als bisher auf mögliche Interaktionen mit anderen Einflussfaktoren geachtet werden sollte. Ein CEO-Wechsel ist z.B. häufig mit schlechter Unternehmensperformance vor der Ankündigung korreliert. Eine solche Untersuchung führen *Nixon et al.* (2004) durch, deren Studie durch den abweichenden Untersuchungszeitraum jedoch nicht unmittelbar vergleichbar ist, aber zumindest darauf hindeutet, dass aufgrund von ausgelassenen Variablen in anderen Studien nicht der Wechsel des CEOs sondern andere Einflussfaktoren für die positiven Ergebnisse verantwortlich sind.

4.4.5 Eigentümerkonzentration/Governance

Pouder et al. (1999) sowie *Cagle et al.* (2009) analysieren, ob die Eigentümerkonzentration im Unternehmen die PAP-Reaktionen am Kapitalmarkt beeinflusst (s. *Tabelle 2* Nr. IV. 5.). Erstere berichten einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen der DKAR und der Veränderung des Eigentumsanteils institutioneller Investoren in den Jahren vor dem Ereignis. Weiterhin zeigen sie einen Zusammenhang zwischen der DKAR und dem zuvor nicht im Unternehmen tätig gewesenem Mitgliederanteil des obersten Leistungs- und Kontrollgremiums des Unternehmens. *Cagle et al.* (2009) finden dagegen keinen signifikanten Einfluss der Eigentümerkonzentration. Diese Studien können damit zumindest tendenziell die Überlegung untermauern, dass Anleger bei PAP-Ankündigungen von Managern, die durch starke Eigentümer kontrolliert werden (*Cremers/Nair* 2005), mit höherer Wahrscheinlichkeit von einem proaktiven Schritt ausgehen als bei anderen Unternehmen.

Abseits der Eigentümerkonzentration sollten künftige Studien sich zusätzlich auch der Eigentümerstruktur selbst widmen. So ist bislang kaum Evidenz zum Einfluss des Anteils privater und institutioneller Investoren ersichtlich, obgleich auch hier Unterschiede bezüglich der Wahrnehmung und Interpretation von PAPs zu erwarten sind.

4.4.6 Anteilsbesitz des Managements

Ein letztes Merkmal des abbauenden Unternehmens, das von 2 Studien untersucht wird, bezieht sich auf den Einfluss des Anteilsbesitzes des Top-Managements auf die abnormalen Renditen um den Tag einer PAP-Ankündigung (s. *Tabelle 2* Nr. IV. 6.). Theoretisch fusst sie auf beobachteter höherer Unternehmensperformance bei Anteilsbesitz des Managements (*von Lilienfeld-Toal/Ruenzi* 2014). *Filbeck/Webb* (2001) können ihre Hypothese, dass die Kapitalmarktreaktionen vom Grad des Anteilsbesitzes der Manager beeinflusst werden, jedoch nicht bestätigen. Einen zumindest signifikant leicht positiven Einfluss bei Erhöhung des Anteilbesitzes des Top-Managements zeigen hingegen *Brookman et al.* (2007b). Auch diesem Unternehmensmerkmal sollte in weiteren Studien verstärkte Beachtung geschenkt werden, da ein Einfluss grundsätzlich plausibel erscheint und erste Evidenz vorliegt.

4.5 Unternehmensübergreifende Umfeldmerkmale

Die Kategorie der Umfeldmerkmale umfasst im Gegensatz zu den vorherigen, unternehmensbezogenen Kategorien allgemeine ökonomische Rahmenbedingungen zum Zeitpunkt der PAP-Ankündigung, die einen Einfluss auf die Kapitalmarktreaktionen haben können.

4.5.1 Jahresintervall, in dem PAP angekündigt wird

Das Jahresintervall, in dem der PAP angekündigt wurde, wird in 11 Studien untersucht (s. *Tabelle 2* Nr. V. 1.). 7 der Studien²¹ finden für die USA in einem Zeitraum von 1970 bis 1999 für die am Intervallanfang untersuchten Jahre eine signifikant negativere Kapitalmarktreaktion als in den darauffolgenden Jahren, die zum Teil signifikant positive abnormale Renditen aufweisen. Anzumerken ist hier, dass sich dabei die Stichproben von 5 dieser Studien überschneiden. Im Gegensatz dazu finden *McKnight et al.* (2002) und *Marshall et al.* (2012) für Grossbritannien für die jüngeren PAP-Ankündigungen signifikant negativere Reaktionen in den Zeiträumen zwischen 1980 und 1995 bzw. 2005 und 2008. Die Hypothese von *Marshall et al.* (2012), dass die DKAR im Jahr 2008 aufgrund der Finanzkrise negativer sind, wird nicht bestätigt. *Bordeman et al.* (2014) betrachten Unternehmen in den USA in den Jahren 1980 bis 2010 und finden für die 1990er und 2000er signifikant negativere Kapitalmarktreaktionen, unabhängig von der allgemeinen Konjunktursituation. *Abowd et al.* (1990) stellen bei ihrer Betrachtung für die Jahre 1987 und 1980 als einzige keinen signifikanten Einfluss des Jahresintervalls auf die Kapitalmarktreaktion fest. Fraglich ist, ob die unterschiedlichen Ergebnisse einen Bezug zum Herkunftsland (und ggf. dortiger legislativer Unterschiede) haben, oder für die USA und Grossbritannien lediglich zufällig gegensätzlich ausfallen.

Die vorliegenden Ergebnisse lassen grundsätzlich eine schnellere Informationsverbreitung am Kapitalmarkt, aufgrund neuer Informations- und Kommunikationstechnologien als gegenwärtigen „Megatrend“, mutmassen. Aus diesem Grund sollten zukünftige Studien die eigentlichen Treiber der Entwicklung (wie ggf. IKT) stärker berücksichtigen, anstatt wie bislang lediglich ohne theoretische Motivation verschiedene Zeitfenster zu untersuchen.

4.5.2 Konjunktursituation

Am zweithäufigsten wurde die Bedeutung der jeweiligen Konjunktursituation zum Zeitpunkt der Bekanntgabe des PAP-Vorhabens untersucht (s. *Tabelle 2* Nr. V. 2.). 4²² der 10 Studien zu diesem Thema weisen auf einen signifikant positiven Effekt der Konjunktur auf die DKAR um den Ereignistag hin. PAP-Ankündigungen in Wachstumsphasen werden somit weniger negativ bewertet als solche, die während einer kontraktiven Konjunkturphase getätigt werden. Auch hier kann vermutet werden, dass Anleger in expansiven Konjunkturphasen eher von einer proaktiven als einer reaktiven Handlungsweise des Managements ausgehen und dementsprechend positiver auf die Ankündigung eines PAPs reagieren.

Capelle-Blanchard/Tatu (2012) ermitteln als einzige signifikant positive Effekte auf die Kapitalmarktreaktion, wenn PAPs in Jahren mit schlechter BIP-Wachstumsrate angekün-

21 Billger und Hallock (2005); Chatrath et al. (1995); Farber und Hallock (2004, 2009); Hallock (2009); Hallock, Strain, und Webber (2011); Lee (1997).

22 Clarenbach und Davies (2001); Elayan et al. (1998); Fraunhoffer et al. (2014); Madura et al. (1995).

dig wurden. Sie erklären dieses unerwartete Ergebnis damit, dass Investoren das PAP-Vorhaben als Ausweg aus einem durch die Rezession ausgelöstem Performancetief interpretieren. Die verbleibenden 5 Arbeiten²³ finden keine signifikante Wirkung.

4.5.3 Herkunftsland Unternehmen/Börsenland

Der letzte untersuchte Einflussfaktor ist das Herkunftsland des Unternehmens bzw. das Land seiner Börsennotierung (s. *Tabelle 2* Nr. V.3). Insgesamt 4 Arbeiten untersuchen länderspezifische Unterschiede in der Kapitalmarktreaktion. Da jede dieser Studien eine andere Vorgehensweise wählt bzw. unterschiedliche Länder untersucht, können jedoch kaum allgemeingültige Schlüsse gezogen werden. *Lee* (1997) vergleicht die Reaktionen auf dem US-amerikanischen und dem japanischen Kapitalmarkt und findet für die USA signifikant negativere DKAR um den Ereignistag. Die Reaktionen in anglo-amerikanischen Ländern (USA, Grossbritannien, Kanada) werden von *Clarenbach/Davies* (2001) mit Kapitalmarktreaktionen in 10 weiteren Ländern verglichen. Ihre Befunde zeigen, dass die Gruppe der anglo-amerikanischen Länder signifikant negativere Kapitalmarktreaktionen aufweisen. Keine länderspezifischen Unterschiede stellen dagegen *Gärtner et al.* (2015) in den 11 durch sie untersuchten Ländern für die internationale Energiewirtschaft fest. Auch *Capelle-Blanchard/Tatu* (2012) finden keine signifikanten Unterschiede zwischen europäischen Ländern oder signifikant negative Kapitalmarktreaktionen für anglo-amerikanische Länder. Bei den letzten beiden Arbeiten ist unklar, auf welche Art und Weise der Einflussfaktor operationalisiert wurde. Da zumindest zwei Arbeiten jedoch länderspezifische Unterschiede feststellen, sollte dieses Umfeldmerkmal in der weiteren Forschung nicht völlig ausser Acht gelassen werden. So ist durch bspw. stark unterschiedliche (Arbeits-)Rechtssysteme ein länderspezifischer Einfluss aus theoretischer Perspektive sogar überaus wahrscheinlich (*Bercusson* 2009).

4.6 Überblick signifikanter Einflussfaktoren.

Nachfolgende *Tabelle 3* gibt nochmals alle in den vorliegenden Studien untersuchten Einflussfaktoren in aggregierter Form wieder. Als „signifikant“ (grün) sind alle Ergebnisse gekennzeichnet, die zumindest in einem untersuchten Modell einen p-Wert von min. 10 % erreichen. „Keine Angabe“ (k.A.) konnte teilweise getätigt werden, wenn der Einflussfaktor im Rahmen der jeweiligen Studie nicht isoliert mit einer individuellen Variable, sondern nur kombiniert untersucht wurde. Im Anschluss findet sich eine Auswertung über die absoluten und relativen Häufigkeiten der Faktoren sowie ihres signifikanten Einflusses.

23 Bordeman et al. (2014); Farber und Hallock (2004); Gärtner et al. (2015); Knauer und Lachmann (2011); Marshall et al. (2012).

Tabelle 3: Zusammenfassender Überblick zu Einflussfaktoren auf Kapitalmarktreaktionen

| | PAP-Merkmalssklasse / Einflussfaktor | | | | | | | | | | | | | | | |
|----|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------|--|--------------------------------|--------------------------|------------------------------|--------------------------|----------------------|---------------------------|--------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------|---------------|---------|
| | III. Ausgestaltungsaspekte PAP | | | IV. Merkmale des abbauenden Unternehmens | | | | V. Umfeldmerkmale | | | | | | | | |
| | 1. Erst-/Folgeankündigung | 2. Dauerhaft/temporär | 3. Mitarbeitergruppen | 4. Freiwilligkeit | 5. Bekanntheit der Information | 6. Sozialverträglichkeit | 7. Zeitpunkt der Ankündigung | 1. Erfolgsniveau vor PAP | 2. Unternehmensgröße | 3. Branchen-zugehörigkeit | 4. Neuer CEO | 5. Eigentümerkonzentration | 6. Anteilsbesitz Management | 1. Jahresintervall | 2. Konjunktur | 3. Land |
| 1 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 3 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 4 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 5 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 6 | | | | | | | | | | K.A. | | | | | | |
| 7 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 9 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 10 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 11 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 12 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 13 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 14 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 15 | | | | | | | | | | | | | | | | |

Signifikante Ergebnisse vorhanden?
 Hellgrau = Ja
 Dunkelgrau = Nein
 Schraffiert = Signifikanz fehlt

| PAP-Merkmalssklasse / Einflussfaktor | III. Ausgestaltungsaspekte PAP | | | | | | | IV. Merkmale des abbauenden Unternehmens | | | | V. Umfeldmerkmale | | | | |
|---|--------------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------|--------------------------------|--------------------------|------------------------------|--|----------------------|--------------------------|--------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------|---------------|---------|
| | 1. Erst-/Folgeankündigung | 2. Dauerhaft/temporär | 3. Mitarbeitergruppen | 4. Freiwilligkeit | 5. Bekanntheit der Information | 6. Sozialverträglichkeit | 7. Zeitpunkt der Ankündigung | 1. Erfolgsniveau vor PAP | 2. Unternehmensgröße | 3. Branchenzugehörigkeit | 4. Neuer CEO | 5. Eigentümerkonzentration | 6. Anteilsbesitz Management | 1. Jahresintervall | 2. Konjunktur | 3. Land |
| I. Strategische Stossrichtung | | | | | | | | | | | | | | | | |
| II. Personalabbauquote (PAQ) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Signifikante Ergebnisse vorhanden? Hellgrau = Ja Dunkelgrau = Nein Schraffiert = Signifikanz fehlt | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 16 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 17 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 18 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 19 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 20 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 20a | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 20b | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 21 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 22 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 22a | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 23 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 23a | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 24 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 25 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 26 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 27 | | | | | | | | | | | | | | | | |

| PAP-Merkmalssklasse / Einflussfaktor | V. Umfeldmerkmale | | | IV. Merkmale des abbauenden Unternehmens | | | | III. Ausgestaltungsaspekte PAP | | | | II. Personalabbauquote (PAQ) | I. Strategische Stossrichtung | | | | |
|--------------------------------------|-------------------|---------------|--------------------|--|----------------------------|--------------|---------------------------|--------------------------------|--------------------------|------------------------------|--------------------------|--------------------------------|-------------------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------------|---|
| | 3. Land | 2. Konjunktur | 1. Jahresintervall | 6. Anteilsbesitz Management | 5. Eigentümerkonzentration | 4. Neuer CEO | 3. Branchen-zugehörigkeit | 2. Unternehmensgrösse | 1. Erfolgsniveau vor PAP | 7. Zeitpunkt der Ankündigung | 6. Sozialverträglichkeit | 5. Bekanntheit der Information | 4. Freiwilligkeit | 3. Mitarbeitergruppen | 2. Dauerhaft/temporär | 1. Erst-/Folgeankündigung | |
| 28 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Chalos/Chen (2002)</i> ^{b)} |
| 29 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>McKnight et al. (2002)</i> |
| 30 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Collett (2004)</i> |
| 30a | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Collett (2002)</i> |
| 31 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Hahn/Reyes (2004)</i> |
| 31a | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Hahn/Jacobs (2014)</i> |
| 32 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Nixon et al. (2004)</i> |
| 33 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Pouder et al. (2004)</i> |
| 33a | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Pouder et al. (1999)</i> ^{a)} |
| 34 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Brookman (2007a)</i> |
| 34a | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Brookman (2007b)</i> |
| 35 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Hillier et al. (2007)</i> |
| 36 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Goins/Gruca (2008)</i> |
| 37 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Cagle et al. (2009)</i> |
| 38 | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Hallock (2009)</i> |
| 38a | | | | | | | | | | | | | | | | | <i>Hallock et al. (2011)</i> |

Signifikante Ergebnisse vorhanden?
 Hellgrau = Ja
 Dunkelgrau = Nein
 Schraffiert = Signifikanz fehlt

| Signifikante Ergebnisse vorhanden? Hellgrau = Ja Dunkelgrau = Nein Schraffiert = Signifikanz fehlt | PAP-Merkmalssklasse / Einflussfaktor | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|--------------------------------------|----------|------------------------------|----------|--|--------------------------------|--|--|--------------------------|---|---------------------------|--------------|-----------------------------|-----------------------------|--------------------|---------------|---------|
| | I. Strategische Stossrichtung | | II. Personalabbauquote (PAQ) | | | III. Ausgestaltungsaspekte PAP | | | | IV. Merkmale des abbaubenden Unternehmens | | | V. Umfeld-merkmale | | | | |
| n | 36 | 31 | 9 | 2 | | | | | 1. Erfolgsniveau vor PAP | 2. Unternehmensgrösse | 3. Branchen-zugehörigkeit | 4. Neuer CEO | 5. Eigentümer-konzentration | 6. Anteilsbesitz Management | 1. Jahresintervall | 2. Konjunktur | 3. Land |
| ja | 81% (29) | 84% (26) | 56% (5) | 100% (2) | | | | | 68% (17) | 33% (6) | 80% (8) | 75% (3) | 50% (1) | 50% (1) | 91% (10) | 50% (5) | 50% (2) |
| nein | 8% (3) | 16% (5) | 44% (4) | 0% (0) | | | | | 32% (8) | 67% (12) | 20% (2) | 25% (1) | 50% (1) | 50% (1) | 9% (1) | 50% (5) | 50% (2) |

Bei einigen Merkmalen liegen nur teilweise signifikante Werte vor (geteilte Spalten), was einen direkten Vergleich verhindert.

a) Diese Arbeiten lagen den Verfassern nicht vor, weshalb an dieser Stelle die Angaben von Gerpott (2007) übernommen wurden.

b) Die DAR/DKAR für Chalos und Chen (2002) konnten wegen studieninternen Fehlern bei der Anzahl von einzelnen und mehrfachen Ankündigungen nicht berechnet werden.

Insgesamt zeigt die zusammenfassende Auswertung in Tabelle 3, dass noch immer ein recht heterogenes Bild bezüglich des Einbezugs und der Signifikanz bestimmter Einflussfaktoren in den einzelnen Studien vorliegt.

Wie bereits ausgeführt, untersuchen viele Studien dabei lediglich eine geringe Anzahl an Einflussfaktoren und blenden so mögliche Interdependenzen aus. Auch die Beobachtung, dass lediglich in zwei Studien (als Maximum) 8 der 18 Einflussfaktoren berücksichtigt werden, lässt weitere Interpretationsmöglichkeiten von eventuell abweichenden Ergebnissen offen, da in der Regel nicht genug Kontrollvariablen vorhanden sind, um alternative Erklärungen valide auszuschliessen. Lediglich 6²⁴ der 62 Studien zeigen die Korrelationen zwischen den in der jeweiligen Studie berücksichtigten Einflussfaktoren. Sie kommen allerdings jeweils zu dem Ergebnis, dass keine auffälligen Korrelationen zwischen den Einflussfaktoren bestehen.

5 Zusammenfassung und Fazit

PAP-Ankündigungen in der Öffentlichkeit wurden zuletzt in zahlreichen Forschungsarbeiten intensiv diskutiert. Für die Bewertung von PAPs durch den Kapitalmarkt gibt es eine Reihe von rivalisierenden Erklärungsansätzen, die durch die empirische Evidenz bislang nur teilweise geklärt werden konnten. Zusammenfassend ist festzuhalten:

Die Gründe für ein PAP haben einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Kapitalmarktreaktion, wobei auf PAP-Ankündigungen mit reaktiven Begründungen eher negative DAR/DKAR folgen, während Ankündigungen mit proaktiven Begründungen von Anlegern tendenziell weniger negativ beurteilt werden. Reaktive PAPs werden mit zunehmender Grösse signifikant negativer bewertet, während dieser Interaktionseffekt bei proaktiven PAPs nur abgeschwächt auftritt.

In Bezug auf die Ausgestaltungsaspekte eines PAPs sind Erstkündigungen eines PAPs mit signifikant negativeren Kapitalmarktreaktionen verbunden als Folgeankündigungen, dauerhafte PAPs lösen signifikant negativere Reaktionen aus als temporäre Programme, und Entlassungen ziehen signifikant negativere DAR/DKAR nach sich als freiwillige Personalabgänge. Darüber hinaus gibt es Evidenz für einen signifikant negativen Einfluss auf die abnormalen Renditen des abbauenden Unternehmens vor der PAP-Ankündigung, wenn die in der Ankündigung enthaltene Information bereits am Markt bekannt war. PAPs ohne sozialverträglichen Entlassungsregelungen werden von Anlegern signifikant negativer bewertet als solche mit sozialverträglichen Entlassungsregelungen.

Bei der Betrachtung der Merkmale des abbauenden Unternehmens konnten einige wenige Studien einen signifikant negativen Einfluss der Unternehmensgrösse auf die DAR/DKAR um den Ereignistag ermitteln. Zudem haben ein neuer CEO, eine höhere Eigentümerkonzentration und ein höherer Anteilsbesitz der Manager einen signifikant positiven Einfluss auf die Kapitalmarktreaktion nach PAP-Ankündigungen. PAP-Ankündigungen in konjunkturellen Aufschwüngen gehen mit signifikant weniger negativen Kapitalmarktreaktionen einher als solche in Rezessionsphasen, und die Kapitalmarktreaktion auf PAP-Ankündigungen scheint in den USA signifikant negativer zu sein als in westeuropäischen und fernöstlichen Industrieländern.

24 Gärtner et al. (2015); Goins und Gruca (2008); Knauer und Lachmann (2011); Lee (1997); McKnight et al. (2002); Nixon et al. (2004).

Für die betriebswirtschaftliche Praxis lässt sich damit zur Ausgestaltung von PAPs schlussfolgern, dass neben der von *Gerpott* (2007) angeführten Empfehlung, eine möglichst geringe Anzahl von Entlassungen mit einem hohen Anteil freiwilliger Personalabgänge zu verbinden, PAPs grundsätzlich mit wachstumsfördernden Restrukturierungsmaßnahmen zu koppeln und diese idealiter bei einer guten wirtschaftlichen Gesamtsituation des Unternehmens durchzuführen sind. Auch die Ausgestaltung von PAPs als temporäre Massnahme, kombiniert mit sozialverträglichen Freistellungsregelungen kann zu einer positiveren Kapitalmarktreaktion führen.

Für die weitere Forschung wäre es zum einen interessant, weitere Einflussfaktoren zu erkennen und zu überprüfen. So weisen die vorliegenden Ergebnisse vielfach nach wie vor erhebliche unerklärte Anteile an der Gesamtkapitalmarktreaktion auf. Insbesondere sollten dabei stärker zukunftsorientierte Grössen berücksichtigt werden, die einen Ausblick auf die weitere Geschäftserwartung zulassen. So könnte beispielsweise die Kapitalmarktreaktion auf die Ankündigung von PAPs untersucht werden, wenn Manager kurz vorher eigene Unternehmensanteile verkauft haben. Diese Handlung könnte Rückschlüsse auf ein mangelndes Vertrauen der Manager in die eigenen Massnahmen erlauben. In diesem Kontext sollte auch ein stärkerer Fokus auf mit einem PAP verbundenen operativen Folgen, bspw. Standortschliessungen gelegt werden.

Daneben wäre es wesentlich zu untersuchen, wie die Aktionäre bei der tatsächlichen Umsetzung des PAPs reagieren, ob also die Kapitalmarktreaktion auf die Ankündigung sich systematisch von der Reaktion auf die Umsetzung unterscheidet bzw. ob eine Reaktion auf die Umsetzung möglicherweise sogar vollständig ausbleibt, wenn bereits alle bewertungsrelevanten Informationen in der PAP-Ankündigung enthalten waren. Dies könnte ferner auch Rückschlüsse auf die zum Ankündigungszeitpunkt wahrgenommene Angemessenheit der Ankündigung aus Sicht der Kapitalanleger liefern. Die Ergebnisse zur Unterscheidung zwischen „reaktiven“ und „proaktiven“ Ankündigungen deuten hier auf einen bedeutenden Einflussfaktor hin, wobei der zugrundeliegende Wirkmechanismus bislang möglicherweise zu eindimensional operationalisiert wird. So sollte vor allem eine stärkere Differenzierung zwischen inhaltlichen Aspekten der PAP und der Vorgehensweise in der Kommunikation ebendieser vorgenommen werden.

Literaturverzeichnis

- Abowd, J. M., Milkovich, G. T., & Hannon, J. M.* (1990) The effects of human resource management decisions on shareholder value. *Industrial and Labor Relations Review* 43(Special Issue (Februar 1990)): 203–236.
- Abraham, S. E.* (2004) Layoff announcements and employment guarantee announcements: How do shareholders respond? *International Journal of Manpower* 25(8): 729–740.
- Abraham, S. E.* (2006) The market reaction to layoff announcements: a union-nonunion comparison. *International Journal of Manpower* 27(5): 452–466.
- Abraham, S. E., & Kim, D.-O.* (1999) Layoff and employment guarantee announcements: How do shareholders respond? SUNY-Oswego Economics Department Working Paper. <http://economic.oswego.edu/papers/199902.pdf> (aufgerufen am 13.12.2017)
- Anderson, A., Cowan, E. J., & Denning, K. C.* (2015) Human capital reorganizations and market performance: U.S. firms. *Business and Economic Research* 5(2): 97–121.

- Ang, J. S., & Keys, P. Y. (2002) In defense of U.S. corporate boards: An analysis of boards' actions toward CEOs during periods of employee layoffs. Working Paper Ohio State University.
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997) Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* 43: 341–372.
- Bercusson, B. (2009). European labour law. Cambridge University Press.
- Bhabra, G. S., Bhabra, H. S., & Boyle, G. W. (2011) Competitive and contagion effects in corporate layoff announcements. *Journal of Money, Investment and Banking* (19): 42–54.
- Billger, S. M., & Hallock, K. F. (2005) Mass layoffs and CEO turnover. *Industrial Relations Journal* 44(3): 463–489.
- Blackwell, D. W., Marr, M. W., & Spivey, M. F. (1990) Plant-closing decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics* 26(2): 277–288.
- Bordeman, A., Kannan, B., & Pinheiro, R. (2014). Intra-industry contagion effects of layoff announcements. [http://eesp.fgv.br/sites/eesp.fgv.br/files/file/Intra Industry Contagion Effects of Layoff Announcements \(Bordeman, Kannan, Pinheiro\).pdf](http://eesp.fgv.br/sites/eesp.fgv.br/files/file/Intra%20Industry%20Contagion%20Effects%20of%20Layoff%20Announcements%20(Bordeman,%20Kannan,%20Pinheiro).pdf) (aufgerufen am 13.12.2017)
- Brickley, J. A., & van Drunen, L. D. (1990) Internal corporate restructuring. *Journal of Accounting and Economics* 12: 251–280.
- Brookman, J. T., Chang, S., & Rennie, C. G. (2007a) CEO cash and stock-based compensation changes, layoff decisions, and shareholder value. *The Financial Review* 42(1): 99–119.
- Brookman, J. T., Chang, S., & Rennie, C. G. (2007b) CEO equity portfolio incentives and layoff decisions. *The journal of financial research* 30(2): 259–281.
- Cable, J., & Holland, K. (1999) Modelling normal returns in event studies: A model-selection approach and pilot study. *The European Journal of Finance* 5(4): 331–341.
- Cagle, J. A. B., Sen, A., & Pawlukiewicz, J. E. (2009) Inter-industry differences in layoff announcement effects for financial institutions. *Journal of Economics and Finance* 33(1): 100–110.
- Capelle-Blanchard, G., & Tatu, D. (2012). Stock market reaction to layoff announcements: European evidence (2002–2010). <https://www.researchgate.net/publication/266413974> (aufgerufen am 13.12.2017)
- Caves, R. E., & Krepps, M. B. (1993) The displacement of nonproduction workers from U.S. manufacturing industries. *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics* 2: 227–288.
- Chadwell, P. A., & Filbeck, G. (1994) The impact of corporate layoff announcements on shareholder wealth. *Journal of Business and Economic Perspectives* 20: 101–110.
- Chadwell, P. A., & Webb, S. E. (1996) The information effects of restructuring strategies used by poor performers: An examination of selloffs versus layoffs. *Southern Business Economic Journal* 19: 148–159.
- Chalos, P., & Chen, C. J. P. (2002) Employee downsizing strategies: Market reaction and post announcement financial performance. *Journal of Business Finance & Accounting* 29(5 & 6): 847–870.
- Chatrath, A., Ramchander, S., & Song, F. (1995) Are market perceptions of corporate layoffs changing? *Economic Letters* 47(3&4): 335–342.
- Chen, P., Mehrotra, V., Sivakumar, R., & Yu, W. W. (2001) Layoffs, shareholders' wealth, and corporate performance. *Journal of Empirical Finance* 8: 171–199.
- Clarenbach, L., & Davies, W. (2001). Market perception of layoffs: Investor re-evaluation. Working Paper Université de Lausanne. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.201.3915&rep=rep1&ctype=pdf> (aufgerufen am 13.12.2017)

- Clinebell, S. K., & Clinebell, J. M. (1994) The effect of advance notice of plant closings on firm value. *Journal of Management* 20(3): 553–564.
- Collett, N. (2002) Reactions of the international stock exchange to company employment announcements: Redundancies and new jobs. *Journal of Business Finance & Accounting* 29(9&10): 1181–1208.
- Collett, N. (2004) Shareholders and employees: the impact of redundancies on key stakeholders. *Business Ethics: A European Review* 13(2&3): 117–126.
- Cremers, K. J., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859–2894.
- Davidson, W. N., Worrell, D. L., & Fox, J. B. (1996) Early retirement programs and firm performance. *Academy of Management Journal* 39(4): 970–984.
- Denis, D. J., & Kruse, T. A. (2000) Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines. *Journal of Financial Economics* 55: 391–424.
- Elayan, F. A., Swales, G. S., Maris, B. A., & Scott, J. R. (1998) Market reactions, characteristics, and the effectiveness of corporate layoffs. *Journal of Business Finance & Accounting* 25(3&4): 329–351.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969) The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review* 10(1): 1–21.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993) Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33(1): 3–56.
- Farber, H. S., & Hallock, K. F. (2004) The changing relationship between job loss announcements and stock prices: 1970–1999. Working Paper #417. Princeton University.
- Farber, H. S., & Hallock, K. F. (2009) The changing relationship between job loss announcements and stock prices: 1970–1999. *Labour Economics* 16(1): 1–11.
- Filbeck, G., & Webb, S. E. (2001) Information asymmetries, managerial ownership, and the impact of layoff announcements on shareholder wealth. *Quarterly Journal of Business and Economics* 40(2): 31–47.
- Flanagan, D. J., & O'Shaughnessy (2005) The effect of layoffs on firm reputation. *Journal of Management* 31(3): 445–463.
- Franz, D. R., Crawford, D., & Dwyer, D. J. (1998) Downsizing, corporate performance, and shareholder wealth. *American Journal of Business* 13(1): 11–20.
- Fraunhofer, R., Mietzner, M., Schiereck, D., & Schneider, Y. (2014) Motive für grosse Personalabbaupläne, der Verlust von Humankapital und Börsenreaktionen – Eine Analyse der globalen Luftfahrtindustrie. In: J. Sydow, P. Conrad, & D. Sadowski (Hrsg.) Arbeit – eine Neubestimmung. Wiesbaden: Springer Gabler, S. 101–138.
- Früh, W. (2011) Inhaltsanalyse. Theorie und Praxis (7. Auflage). Stuttgart: UTB GmbH.
- Gärtner, B., Schiereck, D., & Welkoborsky, C. (2015) Kapitalmarktreaktionen auf die Ankündigung von Personalabbauplänen in der internationalen Energiewirtschaft. *Zeitschrift für Energiewirtschaft* 39(3): 189–203.
- Gerpott, T. J. (2007) Bewertung von Personalabbauprogrammen aus Aktionärssicht: Eine Bestandsaufnahme der empirischen Ereignisstudien-Forschung. *Journal für Betriebswirtschaft* 57(1): 3–35.
- Goins, S., & Gruca, T. S. (2008) Understanding competitive and contagion effects of layoff announcements. *Corporate Reputation Review* 11(1): 12–34.

- Gombola, M. J., & Tsetsekos, G. P. (1992) Plant closings for financially weak and financially strong firms. *Quarterly Journal of Business and Economics* 31(4): 69–83.
- Gunderson, M., Verma, A., & Verma, S. (1997) Impact of layoff announcements on the market value of the firm. *Relations Industrielles / Industrial Relations* 52(2): 364–381.
- Hahn, T., & Jacobs, F. (2014) Long term stock return performance of layoff firms. *European Journal of Business Research* 14(1): 110–113.
- Hahn, T., & Reyes, M. G. (2004) On the estimation of stock-market reaction to corporate layoff announcements. *Review of Financial Economics* 13(4): 357–370.
- Hallock, K. F. (1998) Layoffs, top executive pay, and firm performance. *The American Economic Review* 88(4): 711–723.
- Hallock, K. F. (2009) Job loss and the fraying of the implicit employment contract. *The Journal of Economic Perspectives* 23(4): 69–93.
- Hallock, K. F., Strain, M. R., & Webber, D. (2011). Job loss and effects on firms and workers. Institute for Compensation Studies. Cornell University, ILR School. <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/ics/8> (abgerufen am 13.12.2017)
- Hauser, S. E. (2003) Informationsverarbeitung am Neuen Markt: eine empirische Analyse der Determinanten von Kursreaktionen auf Ad-Hoc-Meldungen. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Hillier, D., Marshall, A., McColgan, P., & Werema, S. (2007) Employee layoffs, shareholder wealth and firm performance: evidence from the UK. *Journal of Business Finance & Accounting* 34(3–4): 467–494.
- Huang, W., & Paul, D. L. (2013) Do press announcements of corporate downsizing predict actual downsizing? *Journal of Business, Economics & Finance* 2(1): 13–35.
- Hubler, J., & Schmidt, G. (1999) Les actionnaires, la valeur et le travail: Une comparaison France-États-Unis. *Revue Française de Gestion* 126(6): 153–166.
- Iqbal, Z., & Akhigbe, A. (1997) Changes in corporate performance associated with layoffs. *Journal of Financial and Strategic Decisions* 10(2): 17–26.
- Iqbal, Z., & Shetty, S. (1995) Layoffs, stock price, and financial condition of the firm. *Journal of Applied Business Research* 11(2): 67–72.
- Kalra, R., Henderson, G. V., & Walker, M. C. (1994) Share price reaction to plant-closing announcements. *Journal of Economics and Business* 46(5): 381–395.
- Knauer, T., & Lachmann, M. (2011) Kapitalmarktreaktionen auf Personalabbauprogramme: Welchen Einfluss haben Motiv, Umfang und Freiwilligkeit? *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 81(10): 1109–1140.
- Lee, P. M. (1997) A comparative analysis of layoff announcements and stock price reactions in the United States and Japan. *Strategic Management Journal* 18(11): 879–894.
- Lilienfeld-Toal, U. V., & Ruenzi, S. (2014). CEO ownership, stock market performance, and managerial discretion. *The Journal of Finance*, 69(3), 1013–1050.
- Lin, J.-C., & Rozeff, M. S. (1993) Capital market behavior and operational announcements of layoffs, operation closings, and pay cuts. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 3(1): 29–45.
- McKnight, P. J., Lowrie, A., & Coles, C. (2002) Investor reactions, social implications and layoff announcements in the UK: A comparison between periods. *Journal of Management and Governance* 6(1): 83–100.

- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997) Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *The Academy of Management Journal* 40(3): 626–657.
- Madura, J., Akhigbe, A., & Bartunek, K. S. (1995) Intra-industry effects of bank layoff announcements. *Review of Financial Economics* 4(2): 187–195.
- Marr, R., & Steiner, K. (2003) Personalabbau in deutschen Unternehmen: Empirische Ergebnisse zu Ursachen, Instrumenten und Folgewirkungen. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Marshall, A., McColgan, P., & McLeish, S. (2012) Why do stock prices decline in response to employee layoffs? UK evidence from the 2008 global financial crisis. *The journal of financial research* 35(3): 375–396.
- Mayring, P. (2015) Qualitative Inhaltsanalyse: Grundlagen und Techniken (12. Auflage). Weinheim und Basel: Beltz Verlag.
- Neus, W., & Walter, A. (2009) Kursgewinne durch Entlassungspläne? Erste Ergebnisse aus Deutschland. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 10(1): 1–20.
- Nixon, R. D., Hitt, M. A., Lee, H.-U., & Jeong, E. (2004) Market reactions to announcements of corporate downsizing actions and implementation strategies. *Strategic Management Journal* 25(11): 1121–1129.
- Palmon, O., Sun, H.-L., & Tang, A. P. (1997) Layoff announcements: Stock market impact and financial performance. *Financial Management* 26(3): 54–68.
- Poon, P. S., Newbould, G. D., & Durtschi, C. (2001) Market reactions to corporate restructurings. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 16(3): 269–290.
- Pouder, R. W., Cantrell, R. S., & Kulkarni, S. P. (1999) The influence of corporate governance on investor reactions to layoff announcements. *Journal of Management Issues* 11: 475–492.
- Pouder, R. W., Hindman, H. D., & Cantrell, R. S. (2004) How unions affect shareholder wealth in firms announcing layoffs. *Journal of Labor Research* 25(3): 495–502.
- Prezas, A. P., Simonyan, K., & Vasudevan, G. (2010) Does offshoring create value for shareholders? *Review of Financial Economics* 19(4): 179–191.
- Raj, M., & Forsyth, M. (1999) Restructuring and layoffs: Does the UK market view them positively? *Journal Global Business* 10(19): 55–64.
- Raj, M., & Forsyth, M. (2002) The efficiency and productivity implications of corporate layoffs. *Economic Issues* 7(2): 59–69.
- Schweizer, L., & Bilsdorfer, P. T. (2016) Stock price reactions to corporate layoff announcements: A resource and systems theory-based analysis of socially accepted layoff procedures. In: R. Manos & I. Drori (Hrsg.) *Corporate Responsibility: Social Action, Institutions and Governance*. Basingstoke und Hampshire: Palgrave Macmillan, S. 95–116.
- Scott, B. G., Ueng, J., Ramaswamy, V., & Chang, C. L. (2011) Layoff and firm long-term performance. *Academy of Strategic Management Journal* 10(2): 1–10.
- Sudarsanam, S. (2003) *Creating value from mergers and acquisitions: The challenges*. Harlow: Pearson Education.
- Ursel, N., & Armstrong-Stassen, M. (1995) The impact of layoff announcements on shareholders. *Relations Industrielles / Industrial Relations* 50(3) 636–649.
- Velásquez, S., Kanninen, J., Mäkinen, S., & Valli, J. (2016) Layoff announcements and intra-day market reactions. *Review of Managerial Science*: 1–26.
- Wertheim, P., & Robinson, M. A. (2000) The effect of A firm's financial condition on the market reaction to company layoffs. *The Journal of Applied Business Research* 16(4): 63–72.

- Wertheim, P., & Robinson, M. A. (2004) Market reactions to company layoffs: Evidence on the financial distress versus potential benefit hypothesis and the effect of predisclosure information. *Journal of Applied Business Research* 20(1): 51–62.
- Worrell, D. L., Davidson, W. N., & Sharma, V. M. (1991) Layoff announcements and stockholder wealth. *Academy of Management Journal* 34(3): 662–678.

Marc Berninger, M.Sc. ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Unternehmensfinanzierung der Technischen Universität Darmstadt.

Anschrift: Technische Universität Darmstadt, Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, Lehrstuhl Unternehmensfinanzierung, Hochschulstr. 1, 64289 Darmstadt, E-Mail: berninger@bwl.tu-darmstadt.de, Telefon: +49 6151 16–24344

Henrik Gärtner, M.Sc. war Mitarbeiter am Forschungsvorhaben zu Personalabbauplänen.

Anschrift: Technische Universität Darmstadt, Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, Lehrstuhl Unternehmensfinanzierung, Hochschulstr. 1, 64289 Darmstadt

Prof. Dr. **Dirk Schiereck**, leitet den Lehrstuhl für Unternehmensfinanzierung der Technischen Universität Darmstadt.

Anschrift: Technische Universität Darmstadt, Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, Lehrstuhl Unternehmensfinanzierung, Hochschulstr. 1, 64289 Darmstadt