

Robert Fraunhoffer/Mark Mietzner/Dirk Schiereck/
Yann Schneider

Motive für große Personalabbaupläne, der Verlust von Humankapital und Börsenreaktionen – Eine Analyse der globalen Luftfahrtindustrie

Ereignisstudie; Kapitalmarktreaktion; Luftfahrtindustrie; Personalabbau; Restrukturierung

Zusammenfassung

Die vorliegende Untersuchung legt ihren Fokus auf ein besonders kritisch diskutiertes Spannungsfeld zwischen Personalmanagement und den internationalen Kapitalmärkten. Mithilfe der Ereignisstudienmethodik werden die Auswirkungen von Entlassungsankündigungen auf den Vermögenswert von global agierenden Fluggesellschaften analysiert. Für den Zeitraum 2003 bis 2012 wurden 84 Entlassungsankündigungen von 22 Fluggesellschaften ausgewertet. Hierbei zeigt sich, dass eine Pauschalisierung der Kursreaktionen nicht möglich ist, sondern vielmehr die spezifischen Motive und die Ausgestaltung des Personalabbaus von Relevanz sind. Angekündigte Massenentlassungen steigern nicht per se immer, wie häufig unterstellt, sondern nur in einem spezifischen Kontext den Börsenwert der Arbeitgeber. Insbesondere wirken sich proaktive Maßnahmen, die im Rahmen einer Restrukturierung umgesetzt werden, positiv auf den Shareholder-Value aus.

Abstract

The present study focusses on the controversial issues between human resource management and international capital markets. It analyzes the impact of layoff announcements on the market value of the global airline sector while utilizing the event study methodology. Between 2003 and 2012, 84 redundancy plans were announced by 22 airlines. The empirical evidence underlines that there is no generalization of the capital market's reaction to these announcements; it is rather the very specific layoff motive that drives the market perception. In particular, proactive measures with a focus on restructuring show a positive impact on the shareholder value.

Inhaltsübersicht

- 1 Einleitung
- 2 Literaturüberblick und Hypothesenentwicklung
 - 2.1 Die Luftfahrtindustrie als Untersuchungsobjekt
 - 2.2 Hypothesenentwicklung
 - 2.2.1 Der Ankündigungseffekt als Reaktionsgrundlage
 - 2.2.2 Einflussfaktoren des Ankündigungseffekts
- 3 Design der Untersuchung
 - 3.1 Stichprobenauswahl
 - 3.2 Untersuchungsmethodik: Ermittlung abnormaler Renditen
- 4 Ergebnisse und Implikationen
 - 4.1 Univariate Analyse des Ankündigungseffektes
 - 4.2 Multivariate Analyse des Ankündigungseffektes
 - 4.3 Langfristige Marktreaktion auf die Ankündigung von Entlassungsplänen
 - 4.4 Implikationen der empirischen Ergebnisse
- 5 Zusammenfassung und Ausblick

1 Einleitung

Im Wettbewerb um knappe finanzielle Ressourcen sehen sich Manager regelmäßig mit der Herausforderung konfrontiert, kurz- aber auch langfristigen organisatorischen Wandel in einer Art und Weise zu gestalten, der zu einer Steigerung des Shareholder-Values führt. Neben einer Vielzahl anderer Maßnahmen sind Restrukturierungsprogramme und der damit vielfach verbundene Abbau von Personal häufig getroffene Maßnahmen. Insbesondere in krisengeprägten Zeiten ist der Personalabbau ein Instrument des organisatorischen Wandels, wie aktuell bei der Deutschen Telekom mit dem Abbau von 1200 Stellen (etwa 10% des Overheads) (o.V. 2013a) oder auch bei der Deutschen Lufthansa mit einem Sparprogramm und einer Streichung von 350 Arbeitsplätzen (o.V. 2013b) beobachtet werden kann. Vor dem Hintergrund derartiger Entscheidungen wird regelmäßig auf einen Stakeholder-Konflikt verwiesen, bei dem zahlreiche Stakeholder (bspw. Eigen- und Fremdkapitalgeber, Analysten, Gewerkschaften und auch allgemein die Öffentlichkeit) betroffen sind, aber insbesondere die Eigentümer auf Kosten der Mitarbeiter profitieren. Dabei stellt sich die Frage, inwiefern und unter welchen Umständen Personalabbauprogramme (PAPs) tatsächlich zu einer Wertsteigerung des Eigenkapitals führen. Die hieraus gewonnenen Erkenntnisse sind von essentieller Bedeutung für das Personalmanagement aber auch für die Stakeholder-Beziehungen eines Unternehmens insgesamt, da Maßnahmen und Kommunikationsstrategie entsprechend auszurichten sind.

Anhand der Aktienkursreaktionen auf PAP-Ankündigungen werden nachfolgend Wertsteigerungseffekte des Eigenkapitals analysiert. Erste Studien Anfang der 1990er Jahre untersuchten dies für den amerikanischen Kapitalmarkt (Abowd et al. 1990; Worrell et al. 1991), während Elayan et al. (1998), Nixon et al. (2004) sowie Farber und Hallock (2009) dies für ein aktuelleres Marktumfeld betrachten. Clarenbach und Davies (2001) sowie Capelle-Blancard und Tatu (2012) analysieren die Börsenkursreaktion auf europäischen Kapitalmärkten, Neus und Walter (2009) sowie Knauer und Lachmann (2011) bieten Erkenntnisse für den deutschen Markt. Alle Studien zeigen eine schwach negative Reaktion auf die Ankündigung einer Personalfreisetzung und widerlegen damit das häufig in der Öffentlichkeit vorherrschende Klischee, dass Unternehmen regelmäßig auf Kosten der Arbeitnehmerschaft ihren Börsenwert steigern (Neus/Walter 2009). Darüber hinaus zeigen die vorgestellten Studien, dass nicht die Ankündigung eines PAPs allein eine Kursreaktion auslöst, sondern dass vielmehr die mit dem Programm veröffentlichten Motive und Ausgestaltungsformen der Personalmaßnahme die Reaktion bestimmen (Hillier et al. 2007; Capelle-Blancard/Tatu 2012). Dabei werden die Motive der Personalfreisetzung in zwei Ansätze untergliedert: Während viele Studien eine grobe Differenzierung zwischen reaktiven und proaktiven Motiven vornehmen (McKnight et al. 2002; Abraham 2004; Neus/Walter 2009), lässt sich in einigen Studien eine feinere Differenzierung der Motive in Kostensenkung, Reorganisation, Nachfragerückgang, schlechte Vergangenheitsperformance, Standortschließung, finanzielle Probleme sowie Mergers und Akquisitionen (M&A) auffinden (Worrell et al. 1991; Hillier et al. 2007; Farber/Hallock 2009; Knauer/Lachmann 2011). Die Erkenntnisse beider Gruppen weisen jedoch einstimmig darauf hin, dass die Motive des Personalabbaus

die Reaktion des Vermögenswertes eines Unternehmens unterschiedlich beeinflussen. Die Öffentlichkeit kann somit nicht undifferenziert davon ausgehen, dass durch den Abbau von Personal Unternehmenswert geschaffen wird.

Der Stand der Forschung zeigt zudem, dass in bisherigen Studien ausnahmslos ein breites, wirtschaftliches Spektrum untersucht und branchenübergreifende Aussagen bezüglich der Kurseffekte von PAPs formuliert wurden. Für Investoren, die branchenspezifische Informationen für ihr finanzielles Engagement benötigen, sowie für Strategie- und Personalverantwortliche sind diese branchenübergreifenden Erkenntnisse zwar von Interesse, allerdings sind branchenspezifische Erkenntnisse für beide Anspruchsgruppen von essentieller Bedeutung (Audretsch/Keilbach 2008), insbesondere da divergierende regulatorische und strukturelle Unterschiede in branchenübergreifenden Studien zu falschen unternehmerischen Implikationen führen können. Es zeigt sich also ein Mangel gerade an branchenspezifischen Analysen, den diese Studie adressiert und damit eine erste Evidenz für einen speziellen Sektor bietet.

Der Luftfahrtsektor stellt aufgrund seiner nationalen und internationalen Ausrichtung sowie des teilweise erheblichen staatlichen Einflusses, der auf infrastrukturellen Sicherheitsbedenken beruht, eine einzigartige Industrie dar (Traxler 2010). Aufgrund des besonderen Stellenwertes der Personalkosten in diesem Sektor können die Erkenntnisse von branchenübergreifenden Studien auch nicht vorbehaltlos auf die Luftfahrtindustrie angewandt werden und legen eine gesonderte Betrachtung nahe. Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich daher grundlegend mit der Frage: *Welche Personalabbauprogramme wirken sich wie auf den Eigenkapitalwert von Fluggesellschaften aus?*

Ausgelöst durch die Veränderungen der Marktsituation im Luftfahrtsektor innerhalb der letzten Jahrzehnte, wie etwa durch die Terroranschläge des 11. Septembers 2001, steigende Rohölpreise oder den erhöhten Konkurrenzdruck durch Low-Cost-Carriers, waren die etablierten Fluggesellschaften zunehmend dazu gezwungen, ihre Unternehmensstrategien zu reformulieren (Goodman 2008; Belobaba/Odoni 2009). Dies geschah und geschieht auch durch Konsolidierungsmaßnahmen, indem über das Agieren in globalen Allianzen unrentable Strecken zusammengelegt bzw. gestrichen werden. Darüber hinaus zeigen sich im Rahmen der Marktliberalisierung zunehmend Bestrebungen, eine Konsolidierung über Fusionen zu erreichen (Seligson 2013). Im Zuge dieser Konsolidierungsmaßnahmen greifen die Fluggesellschaften häufig auf Strukturierungsprogramme zurück, die den Personalbestand reduzieren, da die Personalkosten eine der wenigen Stellschrauben der mittelfristigen Kostenbeeinflussung einer Fluggesellschaft darstellen und darüber hinaus einen erheblichen Anteil an den Gesamtkosten ausmachen (Airlines for America 2012). Inwiefern jedoch diese Art des Personalmanagements Mehrwert am Kapitalmarkt geschaffen hat, ist unklar und zentraler Aspekt unserer Untersuchung.

Wir werden uns im weiteren Verlauf an der Vorgehensweise von Capelle-Blancard und Tatu (2012) orientieren. Abschnitt 2 gibt einen Überblick der bisherigen Forschungsergebnisse und entwickelt die zugrundeliegenden Forschungshypothesen. Abschnitt 3 erläutert die Untersuchungsmethodik, während Abschnitt 4 die Ergebnisse der empirischen Analysen präsentiert und deren Implikationen diskutiert. Abschnitt 5 fasst die zentralen Ergebnisse zusammen.

2 Literaturüberblick und Hypothesenentwicklung

2.1 Die Luftfahrtindustrie als Untersuchungsobjekt

Die zivile Luftfahrtindustrie zeichnet sich durch industriespezifische Merkmale aus, die eine individuelle Analyse nicht nur relevant machen, sondern vor allem deshalb vorteilhaft erscheinen lassen, weil so der Ausschluss von nicht-beobachtbarer, systematischer Variation erreicht wird. Dieser Sektor zeigt eine einzigartige Struktur hinsichtlich seiner nationalen und internationalen Ausrichtung: Einerseits besitzen Fluggesellschaften einen starken internationalen Fokus, der aus der Verknüpfung internationaler Flug- und Reiseziele herrührt. Andererseits ist der Sektor innerhalb bestimmter nationaler Ökonomien fest verankert. Oftmals halten Staaten größere Anteile an einer nationalen Fluggesellschaft, da diese als wichtiger Teil der nationalen Infrastruktur angesehen wird. Zudem ist die Luftfahrtindustrie durch ein hohes Maß an Regulierung gekennzeichnet, die vornehmlich auf Aspekte der Sicherheit abzielt. Darüber hinaus hat die Deregulierung des Luftfahrtmarktes in den 1970er Jahren in den USA und später in Europa zu einer Differenzierung in verschiedene Airline-Kategorien geführt: „Full-Service-Airlines“, „Low-Cost-Carrier“ und Charterfluggesellschaften (Traxler 2010).

Da sich das Angebot der Luftfahrtgesellschaften vornehmlich am Transportbedarf ausrichtet, ist dieser Sektor durch starke Fluktuationen sowie Zyklizität getrieben. Aufgrund der Abhängigkeit von der globalen und nationalen ökonomischen Entwicklung ist diese Branche gleichermaßen von Boom-Phasen sowie von globalen Rezessionen betroffen. Zudem erschweren saisonale Schwankungen während der Sommer- und Wintermonate die Prognostizierbarkeit (Vasigh et al. 2008). Diese Sensibilität für Fluktuationen und Schwankungen der Nachfrage führt dazu, dass Fluggesellschaften beim Auftreten von Krisen wirtschaftlich besonders verwundbar sind, wie am Beispiel der Terroranschläge vom 11. September 2001 oder des SARS-Virus deutlich wurde (Turnbull et al. 2004). So wurden aufgrund der Anschläge in Europa etwa 30 000 Mitarbeiter entlassen, in den USA sogar 95 000 (Goodman 2008). Der konjunkturelle Abschwung infolge der Finanzkrise 2008-2009 führte zu einem Nachfragerückgang von 8% im Personen- bzw. 17% im Frachttransport (Harvey/Turnbull 2009).

Trotz der starken nationalen Einflüsse setzten innerhalb der letzten Jahrzehnte verstärkte, auch grenzüberschreitende Konsolidierungsbewegungen über M&A-Transaktionen ein, die auch auf gestiegene Treibstoffkosten und erhöhten Konkurrenzdruck durch den Markteintritt von Low-Cost-Carriers zurückzuführen sind (Merkert/Morrell 2012). Die Kosten der etablierten Fluggesellschaften werden im Wesentlichen von den Personal- und Treibstoffkosten bestimmt (Airlines for America 2012). Die Kosten für Kerosin kann eine Fluggesellschaft über Hedgingstrategien zwar mittelfristig fixieren, langfristig unterliegen diese jedoch der Entwicklung des Ölpreises, sodass die Einflussnahme auf diesen Faktor einge-

schränkt bleibt (Wang 2011). Eine Anpassung der Personalkosten stellt im Falle einer Krise somit eine der wenigen endogenen Stellschrauben einer Luftfahrtgesellschaft dar. Dass Fluggesellschaften auf diese Maßnahme zurückgreifen, belegt auch die Tatsache, dass im Zeitraum zwischen 2001 bis 2005 die Produktivität durchschnittlich um 50% gesteigert wurde und gleichzeitig die Personalkosten um 30% sanken (Goodman 2008). Das Personalmanagement stellt somit ein zentrales Element der Kostenanpassung dar. Wenn es so eingesetzt wird, dass sich dadurch die Profitabilität des Unternehmens unerwartet steigert, sollten entsprechende Aktienkursreaktionen zu beobachten sein.

2.2 Hypothesenentwicklung

Die empirische Untersuchung von Aktienkursreaktionen auf die Veröffentlichung von PAPs findet seit Anfang der 1990er Jahre verstärkten Eingang in die Managementliteratur (Gerpott 2007). Dabei wird (meist implizit) unterstellt, dass Kapitalmärkte Informationen effizient, d.h. unverzüglich und korrekt, verarbeiten und Aktienkursveränderungen nur durch Informationen getrieben werden. Der vornehmliche Schwerpunkt der empirischen Studien lag bislang im angloamerikanischen Raum. Eine Meta-Studie von Gerpott (2007) vergleicht 32 Studien, die die Effekte massiver PAPs untersuchen, wovon allein 22 für den amerikanischen Kapitalmarkt durchgeführt werden. Aktuelle Studien erweitern den geographischen Fokus auf Großbritannien (Collett 2004; Hillier et al. 2007; Vu 2012), den europäischen Wirtschaftsmarkt (Clarenbach/Davies 2001; Capelle-Blancard/Tatu 2012), und auch den deutschsprachigen Raum (Neus/Walter 2009; Knauer/Lachmann 2011). Jedoch fokussieren sich alle diese Studien stets nur geographisch und lassen eine detaillierte Betrachtung bestimmter Industriezweige außer Acht. Gittel et al. (2006) konzentrieren sich zwar auf die Luftfahrtindustrie und untersuchen auch die Konsequenzen von PAPs, haben aber insgesamt einen viel breiteren Blick auf die Folgen der Terroranschläge vom 11. September 2001 für die langfristigen Perspektiven von US-Fluggesellschaften.

Aufgrund idiosynkratischer Industriespezifika kann jedenfalls nicht erwartet werden, dass einheitliche Industrieeffekte zu beobachten sind. Gerade die Luftfahrtindustrie ist in besonderem Maße von firmen- und branchenspezifischem Wissen und damit von wertvollem Humankapital abhängig. Speziell ausgebildete Mitarbeiter, wie Piloten oder Wartungstechniker, stellen dabei einen nichtbilanzierbaren und firmenspezifischen Vermögenswert für das Unternehmen dar, der nicht veräußert werden kann und dessen Wert zeitabhängig ist (Schmalz 2013). Diesem Vermögenswert stehen nicht bilanziell erfassbare Verbindlichkeiten gegenüber, wenn das Unternehmen seine Mitarbeiter auch in konjunkturell schwachen Zeiten weiterbeschäftigt. Bei rational agierendem Management wird dieses implizite Versprechen so lange eingehalten, wie die direkten Entlassungskosten und der individuelle Beitrag eines Mitarbeiters zum firmenspezifischen Humankapital größer sind als die mit der Weiterbeschäftigung verbundenen direkten Personalkosten. Insofern führt ein Festhalten am Humankapital insbesondere in konjunkturellen Schwächephase zu einem höheren finanziellen Risiko (Schmalz 2013), das auch vom Kapitalmarkt wahrgenommen werden müsste.

Je stärker nun eine Branche von firmenspezifischem Humankapital und damit von intangiblen Vermögensgegenständen abhängt, desto kostspieliger sind Personalabbaupläne für das Unternehmen und umso eher erwarten wir, dass sowohl kurz- wie auch langfristig signifikante Kapitalmarktreaktionen zu beobachten sind. Um ein besseres Verständnis über den Umgang mit wertvollem Humankapital in Fluggesellschaften sowie die Bedeutung von firmenspezifischem Wissen für die Kapitalmarktbewertung zu erhalten, ergibt sich die Notwendigkeit fokussierter Industrieuntersuchungen.

Die Einsicht für empirische Studien, die auf spezifische Kursreaktionen bei Personalabbaumaßnahmen abzielen, einen speziellen Fokus auf die Luftfahrtindustrie zu legen, ist nicht ganz neu. Bereits Gittel et al. (2006) wählten ihren Datensatz entsprechend aus, um die organisatorischen Anpassungsmaßnahmen und Personalabbauentscheidungen bei international agierenden Fluggesellschaften nach dem 11. September 2001 zu untersuchen. Mit unserer Ausrichtung wird dieser Forschungsfokus u.a. von einem Einzelereignis auf eine verallgemeinernde, breitere Basis weiterentwickelt. Dadurch können direkte Implikationen für das Personalmanagement innerhalb von Fluggesellschaften erarbeitet werden, die sich – weitere Überprüfungen vorausgesetzt – auf andere Dienstleistungssegmente übertragen lassen sollten.

2.2.1 Der Ankündigungseffekt als Reaktionsgrundlage

Die Ankündigung eines PAPs hat nur dann einen Effekt auf den Aktienkurs eines Unternehmens, wenn damit eine Veränderung des Barwerts der zukünftigen Cashflows assoziiert wird (Abowd et al. 1990; Billger/Hallock 2005). Wie aus Tabelle 1 jedoch deutlich wird, ist aus der vorliegenden empirischen Evidenz nicht eindeutig belegbar, in welche Richtung diese Kursreaktion strebt. PAPs können eine positive Auswirkung auf den Kurswert eines Unternehmens haben, wenn damit eine (unerwartete) Senkung der Personalkosten oder eine Steigerung der Produktionseffizienz verstanden wird, auch wenn mit der Personalfreisetzung zunächst Sonderkosten anfallen (Iqbal/Shekar 1995; Elayan et al. 1998). Als Hauptursachen für positive Erwartungen lassen sich absehbare Verbesserungen bei der Aufbau- und Ablauforganisation sowie der Identifikation bestehender Personalüberkapazitäten infolge von sachlich nicht zwingend notwendigen Personalbestandsausweitungen in der Vergangenheit nennen (Gerpott 2007). Unterstützung findet diese Sichtweise bei Chalos und Chen (2002), die 656 Entlassungsankündigungen in den USA zwischen 1993 und 1995 untersuchen und herausfinden, dass Mitarbeiterreduktionen, die in eine strategische Reorganisation eingebettet sind, positive Bewertungseffekte implizieren. Darüber hinaus können PAPs eine positive Marktreaktion hervorrufen, wenn aufgrund von Portfoliostrukturierung bzw. Re-Allokationshandlungen gezielt Abteilungen geschlossen oder ausgegliedert werden (Nixon et al. 2004). Eine solche präzise Form des Personalabbaus impliziert oftmals den Rückzug aus bestimmten Märkten, in denen aufgrund von Wettbewerbsnachteilen nur geringe Skaleneffekte erzielt wurden (Gerpott 2007).

Demgegenüber steht eine Reihe von Gründen, die eine negative Kursreaktion auszulösen vermögen. Darunter fällt der Einfluss von längerfristigen Absatzrückgängen aufgrund einer reduzierten Kundennachfrage auf den aktiven Absatzmärkten, die nicht durch die Neuerschließung anderer Märkte kompensiert werden können (McKnight et al. 2002; Abraham 2004). PAPs implizieren in einem solchen Umfeld, dass Kapazitätsreduktionen durch ein rückläufiges Investitionsklima zu erwarten sind (Lin/Rozeff 1993; McKnight et al. 2002). Hierbei gilt es zu differenzieren zwischen einem allgemein auftretenden Absatzrückgang und einem Rückgang, der unternehmensspezifisch auftritt. Während erster Fall auch Einfluss auf den Vermögenswert der Wettbewerber nehmen kann, betrifft letzterer nur das Unternehmen, das den Personalabbau veröffentlicht hat (Goins/Gruca 2008).

Ein weiteres Argument für eine negative Vermögensänderung aufgrund der Veröffentlichung von Personalfreistellungen kann der zuvor bereits angesprochene Verlust von Humanressourcen und immateriellen Vermögenswerten bzw. eine Verschlechterung der Arbeitsbeziehungen zwischen einem Unternehmen und seinem Personal darstellen. Darüber hinaus kann hieraus auch eine Beeinträchtigung des Unternehmensansehens in der Öffentlichkeit entstehen. Der negative Antizipationseffekt basiert auf der Vermutung, dass das betroffene Unternehmen den Personalabbau nicht effizient gestaltet und neben schlechter qualifiziertem auch hoch qualifiziertes Personal entlässt und somit den Wert des Humankapitals reduziert, was mit einer Minderung der zukünftigen Konkurrenzfähigkeit assoziiert wird (Freeman/Cameron 1993; Vu 2012). Außerdem besteht die Möglichkeit, dass Personalfreisetzung – besonders bei großem Ausmaß – das zwischenmenschliche Vertrauen innerhalb des Unternehmens beeinträchtigen und dadurch ein Organisationsklima der Unsicherheit entsteht (Gerpott 2007). Weiterhin können durch die Entlassung von Personal wichtige interpersonelle Beziehungen und Netzwerke gestört werden, wodurch die Arbeit der verbliebenen Mitarbeiter erschwert wird (Nixon et al. 2004).

Ein dritter Argumentationsstrang zielt auf den negativen Informationsgehalt von PAPs in Verbindung mit der finanziellen Situation des Unternehmens ab. Hierbei gingen der Entlassungsveröffentlichung ein sich verschlechternder Gewinn- und Liquiditätstrend voraus, insbesondere wenn das Unternehmen im Vorfeld auf sich verschlechternde Finanzkennzahlen durch Gewinnwarnungen hingewiesen hatte. Ein solcher Zusammenhang wurde von Worrell et al. (1991) aufgezeigt. Darüber hinaus können PAPs eine negative Kursreaktion hervorrufen, wenn der Kapitalmarkt die Zahl der freigesetzten Mitarbeiter als unzureichend einstuft und die notwendige Restrukturierung als zu zögerlich angesehen wird (Gerpott 2007).

Zusätzlich wäre denkbar, dass auf eine PAP-Ankündigung die Kursreaktion ausbleibt. Hierfür spricht, dass eine Mitarbeiterfreisetzung nicht überraschend auftritt, sondern schon im Vorfeld Gerüchte kursieren, die zum Veröffentlichungszeitpunkt bereits im Aktienkurs eingepreist sind (Elayan et al. 1998). Demnach stehen besonders kurz aufeinander folgende Ankündigungen von Personalfreisetzung im Verdacht, dass nachfolgende Ankündigungen nur geringe oder keine Auswirkung auf den Vermögenswert des betroffenen Unternehmens haben (Gunderson et al. 1997).

Durch die dargelegten möglichen Aktienkursreaktionen, bedingt durch die Ankündigung eines PAPs, lässt sich argumentativ die Richtung der Marktreaktion nicht eindeutig klären, weshalb die nachfolgende Hypothese zunächst auf den generellen Informationsgehalt von entsprechenden Meldungen abstellt:

H1: Die Ankündigung eines Personalabbauprogramms beinhaltet für den Kapitalmarkt bewertungsrelevante Informationen und führt zu einer Neubewertung des Aktionärsvermögens.

2.2.2 Einflussfaktoren des Ankündigungseffekts

Im vorangegangenen Abschnitt wurde dargelegt, dass verschiedene Erklärungsansätze die Kapitalmarktreaktion auf eine PAP-Ankündigung beeinflussen können und somit per se weder eine positive noch eine negative Vermögensänderung prognostizierbar ist. Dies lässt vermuten, dass der Informationsgehalt der Veröffentlichung und die Interpretation durch den Kapitalmarkt einen entscheidenden Einfluss auf die Kursreaktion nehmen und sowohl Richtung als auch Stärke beeinflussen.

In der Literatur lassen sich bezüglich der divergierenden Gründe für PAPs unterschiedliche Einteilungen finden. Grob können bei PAPs reaktive und proaktive Entlassungsgründe unterschieden werden (McKnight et al. 2002; Neus/Walter 2009; Capelle-Blancard/Tatu 2012). Reaktive Maßnahmen sind dadurch gekennzeichnet, dass das betroffene Unternehmen auf eine vorangegangene Krise reagiert und versucht, unzureichende Entwicklungen zu korrigieren (Lee 1997). Hierunter fallen zum Beispiel Freisetzungsmaßnahmen, die durch Nachfrageeinbrüche oder finanzielle Schwierigkeiten begründet sind (Gunderson et al. 1997; Capelle-Blancard/Tatu 2012). Proaktive Freisetzungsplanungen hingegen werden mit Effizienzsteigerungen verbunden und sind Teil eines langfristigen Strategieplans (McKnight et al. 2002). Die mit einem Entlassungsplan verbundenen proaktiven Gründe werden gerne in „Effizienzsteigerung“, „Kostensenkung“ und „Einsatz neuer Technologien“ eingeteilt (Capelle-Blancard/Tatu 2012). Im Falle einer reaktiven Strategie wäre eine negative Vermögensänderung des betroffenen Unternehmens zu erwarten, da diese auf eine negative Geschäftsentwicklung und damit verbunden auf sinkende Cashflows hindeutet. Dagegen lassen proaktive Maßnahmen eine positive Reaktion der Aktienkurse erwarten, wenn eine gesteigerte Effizienz durch Senkung der Personalkosten eine Erhöhung zukünftiger Cashflows induziert. Insgesamt legen die Ausführungen den Schluss nahe, dass mit beiden Arten von Entlassungsmotiven unterschiedliche Signalwirkungen einhergehen. Mit Blick auf die erwarteten Marktreaktionen kommen die in Tabelle 1 dargestellten Studien zu ambivalenten Ergebnissen, wobei sich weder hinsichtlich statistischer Signifikanz der Effekte noch bezüglich des Vorzeichens der beiden Gruppen von Entlassungsgründen eine eindeutige Tendenz für proaktive und reaktive Maßnahmen ableiten lässt. Mit Blick auf McKnight et al. (2002) wird folgende Hypothesenformulierung gewählt:

H2: Reaktive Personalabbauprogramme haben eine negative Aktienkursreaktion zur Folge, während proaktive Personalabbauprogramme positive Aktienkursreaktionen nach sich ziehen.

Tab. 1: Überblick über die Ergebnisse vorangegangener Studien

Jahr	Autoren	Land/Region	Ankündigungen	Zeitraum	Ereignisfenster	Klassifikation	Marktreaktion	Ereignisfenster	Klassifikation	Marktreaktion
1990	Abovdi et al. (1990)	USA	452	1980-1987	AR [0;0]		-0,08 %			n.a.
1991	Worrell et al. (1991)	USA	194	1979-1987	AR [0;0]		0,21 %	DKAR [-1;+1]		-0,41 %*
1995	Ursel/Armstrong-Strassen (1995)	Kanada	137	1989-1992	DKAR [-1;+1]		-0,06 %**			n.a.
1997	Lee (1997)	USA	300	1990-1994	DKAR [-2;+2]		-1,78 %***			n.a.
		Japan	58	1990-1994	DKAR [-2;+2]		-0,56 %***			n.a.
1997	Palmon et al. (1997)	USA	140	1982-1990	DKAR [-1;+1]	proaktiv	-2,23 %***			n.a.
1998	Hallock (1998)	USA	1.287	1987-1995	AR [0;0]	reaktiv	0,80 %	DKAR [-1;+1]		n.a.
1998	Elyan et al. (1998)	USA	646	1979-1991	AR [0;0]		-0,40 %***	DKAR [-1;+1]		-0,30 %***
2001	Filbeck/Webb (2001)	USA	366	1990-1997	DKAR [-1;+0]		-0,30 %***	DKAR [-1;+0]		-0,64 %***
2002	McKnight et al. (2002)	USA	88	1980-1984	DKAR [-1;+1]	proaktiv	0,07 %	DKAR [-1;+1]		-1,24 %***
		England	147	1991-1994	DKAR [-1;+1]	reaktiv	1,31 %	DKAR [-2;+2]		0,77 %
2004	Abraham (2004)	USA	154	1993-1994	AR [0;0]	reaktiv	-2,58 %***	DKAR [-2;+2]		0,30 %*
2004	Collett (2004)	England	150	1990-2000	DKAR [-1;+0]	proaktiv	-0,07 %	DKAR [-1;+0]		0,04 %
2004	Nixon et al. (2004)	USA	364	1990-1998	DKAR [-1;+1]	reaktiv	-0,07 %			-2,97 %
2007	Hillier et al. (2007)	England	322	1990-2000	DKAR [-1;+1]		1,05 %			n.a.
2009	Neus/Walter (2009)	USA	322	1990-2000	DKAR [-1;+1]	proaktiv	-0,41 %			n.a.
		Deutschland	265	1995-2006	AR [0;0]	reaktiv	-0,81 %**			n.a.
2011	Knauer/Lachmann (2011)	Deutschland	136	2000-2009	AR [0;0]	proaktiv	0,03 %			n.a.
2012	Capelle-Blancard/Tatu (2012)	Deutschland	1.605	2002-2008	DKAR [-1;+1]	reaktiv	-0,76 %**			n.a.
		Europa	1.605	2002-2008	DKAR [-1;+1]	reaktiv	-0,78 %***	DKAR [-1;+1]		0,25 %

Die Tabelle wurde in Anlehnung an Neus/Walter (2009) und Gerpott (2007) erstellt und gibt einen Überblick über ausgewählte Studien zu kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen bei der Ankündigung von Personalabbauplänen. Die Spalte „Jahr“ bezieht sich auf das Erscheinungsjahr der Studie, während „Land/Region“ den regionalen Fokus der Untersuchung und „Zeitraum“ die jeweils untersuchte Periode anzeigt. In der Spalte „Ereignisfenster“ werden entweder die Kapitalmarktreaktionen für den Ankündigungstag als abnormale Rendite (AR[0;0]) oder für ein Ereignisfenster von mehreren Tagen relativ zum Ankündigungsdatum als durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite (DKAR[-t; +t]) gezeigt. Demzufolge misst die durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite (DKAR[-t; +t]) die mittlere kumulierte Wertveränderung für ein Drei-Tage-Ereignisfenster, beginnend mit dem Tag vor der Ankündigung. Die Spalte „Klassifikation“ gibt an, ob in der betrachteten Studie zwischen proaktiven und reaktiven Entlassungsvorhaben unterschieden wurde. Die berichteten abnormalen bzw. durchschnittlich kumulierten abnormalen Renditen werden in der Spalte „Marktreaktion“ wiedergegeben. Sofern in einer Studie verschiedene Ereignisfenster untersucht wurden, weisen die letzten drei Spalten die entsprechenden Kapitalmarktreaktionen aus. Die Anzahl der Ankündigungen im Transport/Luftfahrtsektor wurden nur von Palmon et al. (1997) (7) und Capelle-Blancard/Tatu (2012) (144) explizit ausgewiesen. *, **, *** stehen für ein Signifikanzniveau von 10 %, 5 %- bzw. 1 %, n.a.: „n.a.“ steht für keine Angabe.

Neben der Klassifizierung in „proaktiv“ und „reaktiv“ lassen sich Maßnahmen hinsichtlich der zugrunde liegenden Motive auch kleinteiliger differenzieren (Worrell et al. 1991; Hillier et al. 2007; Knauer/Lachmann 2011). Hillier et al. (2007) unterscheiden zwischen sieben sich nicht gegenseitig ausschließenden und nicht klar voneinander abgrenzbaren Entlassungsgründen: (1) Reorganisation, (2) Werkschließung, (3) schlechte Vergangenheitsperformance, (4) negative Nachfrageentwicklung, (5) Kostensenkungsdruck, (6) Mergers & Akquisitionen sowie (7) ohne weitere Begründung. Ähnlich den proaktiven Motiven wird für die Motive „Reorganisation“ und „Kostensenkungsdruck“ durch Personalabbau eine positive Reaktion des Kapitalmarktes erwartet. „Schlechte Vergangenheitsperformance“ und finanzielle Schwierigkeiten legen die Vermutung nahe, dass ein Personalabbau vor diesem Hintergrund eine negative Vermögensänderung auf dem Kapitalmarkt auslöst, da hierdurch zukünftige Cashflows gefährdet sind (Worrell et al. 1991). Eine analoge Begründung lässt sich für das Motiv der negativen Nachfrageentwicklung vorbringen. Werkschließungen haben zunächst positive Effekte auf der Kostenseite, da sich verringerte Kosten direkt einstellen. Gleichzeitig impliziert die Werkschließung allerdings auch, dass Absatzschwierigkeiten akut oder in Zukunft bestehen und daher mit einem nachhaltigen Rückgang der Umsatzerlöse zu rechnen ist, was ein Sinken zukünftiger Cashflows bedeutet. Es handelt sich hierbei um eine Überlagerung von Kostensenkungsmotiven und Reaktionen auf negative Nachfrageentwicklungen. Es wird jedoch vermutet, dass der langfristige Nachfrageeffekt dominiert, sodass mit einer negativen Kursreaktion gerechnet wird (Knauer/Lachmann 2011). Die Kursreaktion auf PAPs infolge von M&A-Maßnahmen ist nicht eindeutig, da im Zuge solcher Transaktionen die Realisation von Synergien erwartet wird. Es kann vermutet werden, dass die Entlassung von Mitarbeitern somit keine neue Information für den Kapitalmarkt darstellt und eine Reaktion ausbleibt (Knauer/Lachmann 2011). Diese Überlegungen legen den Schluss nahe, dass die Reaktionen auf pro- und reaktiv motivierte Entlassungen auch durch unternehmensspezifische Einflussfaktoren abgebildet werden, weshalb in der nachfolgenden Untersuchung dafür kontrolliert wird.

Ferner wird den charakteristischen Details der Umsetzung eines PAPs ein Einfluss auf die Kapitalmarktreaktionen zugeschrieben. Hierbei stellt der quantitative Umfang der Personalfreisetzung ein zentrales Element dar (Worrell et al. 1991; Nixon et al. 2004; Wertheim/Robinson 2004). Es ist zu vermuten, dass ein größerer Personalabbau eine stärkere negative Reaktion des Aktienkurses hervorruft, da sich argumentieren lässt, dass durch große Personalfreisetzungen der relative Anteil qualifizierter Mitarbeiter höher ist als bei vergleichsweise kleinen Maßnahmen (Worrell et al. 1991). Der damit verbundene Abfluss von Humankapital könnte zukünftige Cashflows beeinträchtigen (Freeman/Cameron 1993; Nixon et al. 2004). Darüber hinaus vermag ein zahlenmäßig umfangreicher Stellenabbau die Motivation der verbliebenen Mitarbeiter negativ zu beeinflussen. Weiterhin lässt sich vermuten, dass umfangreiche Personalfreisetzungen nicht allein über natürliche Fluktuationen zu realisieren sind, sodass vermehrt auf Kündigungen zurückgegriffen wird, die mit höheren Sonderzahlungen verbunden sind (Knauer/Lachmann 2011). Ebenso kann die Umsetzung umfangreicher Personalfreisetzungen auch auf eine gescheiterte Unternehmensstrategie oder auf eine Unternehmenskrise hindeuten (Clarenbach/Davies 2001; Gerpott 2007). Im Gegensatz dazu legen Iqbal und Shekar (1995) sowie Wertheim und Robinson (2004) eine

positive Beeinflussung des Aktienkurses durch hohe Abbauquoten im Zusammenhang mit der Potenzial-Benefit-Hypothese dar. Unternehmen, die durch eine Personalfreisetzung eine positive Marktreaktion erfahren, reagieren hierbei deutlich positiver mit steigendem Freisetzungsumfang. Darüber hinaus wird vermutet, dass ab einem gewissen Schwellenwert der Zusammenhang zwischen Umfang der Personalfreisetzung und der Kursreaktion nicht mehr als linear angenommen werden kann (Gunderson et al. 1997; Nixon et al. 2004). Insgesamt lässt sich aus diesen Überlegungen folgende Hypothese ableiten:

H3: Der Umfang eines Personalabbauprogramms hat einen negativen Einfluss auf den Vermögenswert des betroffenen Unternehmens. Die Aktienkursreaktion fällt umso stärker aus, je größer der Personalabbau ist.

Ein weiteres essentielles Element von PAPs ist die Art und Weise der Mitarbeiterfreisetzung, die in freiwillige Maßnahmen und solche Maßnahmen unterschieden werden können, die einseitig durch das Unternehmen vollzogen werden (Gerpott 2007). Es wird vermutet, dass bei freiwilligem Personalabbau, wie beispielsweise durch natürliche Fluktuation oder Aufhebungsverträge, ein weniger dringliches Vorgehen vorliegt, als dies bei betriebsbedingten Kündigungen der Fall ist (McKnight et al. 2002). Weiterhin wird argumentiert, dass ein freiwilliger Personalabbau insgesamt mit niedrigeren Abfindungszahlungen verbunden ist, wenn hierbei auch auf natürliche Fluktuation gesetzt wird und darüber hinaus durch das herrschende Einvernehmen Arbeitsgerichtsprozesse vermieden werden können. Weiterhin lässt sich vermuten, dass hierdurch weniger starke Eingriffe in Mitarbeiternetzwerke vorgenommen werden. Betriebsbedingte Kündigungen werden bei Investoren meist als Notfalleingriffe interpretiert, die ein Versagen der Unternehmensstrategie und der Personalpolitik implizieren (McKnight et al. 2002; Collett 2004). Vor diesem Hintergrund zeigen Clarenbach und Davies (2001) und Wasmer (2002), dass im anglo-amerikanischen Wirtschaftsraum mehr betriebsbedingte Kündigungen eingesetzt werden, als dies im europäischen Wirtschaftsraum der Fall ist, da in Europa der Arbeitsmarkt strengerer Regulation unterworfen ist. Die relativ einfachere Personalfreisetzung durch betriebsbedingte Kündigungen im anglo-amerikanischen Raum birgt die Gefahr, dass hierdurch Strukturen im Unternehmen schneller zerbrochen werden und daher der Wert des Humankapitals gemindert wird. Andererseits argumentieren Clarenbach und Davies (2001), dass eine betriebsbedingte Kündigung im europäischen Raum als letzte verbleibende Möglichkeit zur Restrukturierung des Unternehmens angesehen werden kann und daher Auskunft über dessen prekäre Situation gibt. In diesem Falle wäre eine verstärkt negative Kursreaktion die Folge. Aus diesen Überlegungen wird folgende finale Hypothese abgeleitet:

H4: Es besteht insbesondere ein Unterschied zwischen den Kapitalmarktreaktionen europäischer und nicht-europäischer Fluggesellschaften.

3 Design der Untersuchung

3.1 Stichprobenauswahl

Ob und inwiefern der Kapitalmarkt der Ankündigung eines Personalabbauplans einen Wert beimisst, erfordert die Identifikation des Zeitpunktes, zu dem die Information einer breiten Öffentlichkeit bekannt wurde. Daher wurde der genaue Ankündigungstag auf Basis einer Stichwortsuche in den Meldungen überregionaler deutsch- und englischsprachiger Tageszeitungen identifiziert, wobei diese Vorgehensweise im Einklang mit Untersuchungen für die USA (Worrel et. al. 1991; Elayan et. al. 1998 oder Nixon et al. 2004) oder für Deutschland (Neus/Walter 2009; Knauer/Lachmann 2011) steht.¹ In der Regel beschränkt sich die Zeitungspublikation einer Entlassungsankündigung aber nicht auf einen konkreten Tag, sondern wird von verschiedenen Zeitungen an unterschiedlichen Tagen veröffentlicht. Zur Abschätzung eines möglichst genauen Ereignisdatums wurde deshalb die früheste Publikation als Referenzdatum verwendet. Darüber hinaus musste in mindestens drei verschiedenen Tageszeitungen über die Personalfreisetzung berichtet werden, um die Wahrscheinlichkeit des Auftretens von Falschmeldungen zu minimieren. Die dafür erforderliche Suche der Ereignistage erfolgte mithilfe von LexisNexis, wiso-net und dem Datenbankarchiv der Presseagentur Reuters. Um die Wahrscheinlichkeit fehlender kursrelevanter Meldungen zu verringern, wurden zudem alle in Bloomberg hinterlegten Personalabbaumeldungen zu den betrachteten Fluggesellschaften extrahiert und, sofern noch nicht vorhanden, zu unserem Datensatz hinzugefügt. Dieser Datenabgleich führte zur Aufnahme von acht weiteren Ereignissen, wobei der in Bloomberg angegebene Ankündigungszeitpunkt wiederum durch eine Recherche in den Pressemeldungen validiert wurde. Diese Vorgehensweise lieferte einen Rohdatensatz von 108 Entlassungsplänen, die zwischen 2003 und 2012 von insgesamt 24 Fluggesellschaften angekündigt wurden.²

Da der Fokus unserer Analyse auf den Kapitalmarktreaktionen liegt, war es notwendig, dass die betrachteten Fluggesellschaften einen liquiden Aktienhandel und Kursdaten an mindestens 250 Handelstagen vor der Ankündigung vorweisen. Aufgrund einer zu geringen Kurshistorie konnten Entlassungsankündigungen von Qatar Airways, Etihad Airways und Emirates Airlines keine Berücksichtigung finden. Ferner mussten 24 Ereignisse aus der Stichprobe entfernt werden, da der relative Anteil der handelsfreien Nullrenditen über einen Zeitraum von 250 Handelstagen vor dem Ereignis 20% oder mehr betrug, was ein Indiz für einen illiquiden Aktienhandel ist. Die für die Berechnung notwendigen Kapitalmarktdaten wurden Thomson Financial Datastream entnommen. Nach diesen Bereinigungen umfasst die resultierende Stichprobe 22 Fluggesellschaften, für die insgesamt 84 Meldungen für den Zeitraum von 2003 bis 2012 vorliegen.

Aufgrund der starken Zensur der Presse blieben chinesische Luftfahrtgesellschaften von vornherein unberücksichtigt, da, sofern überhaupt ein Personalabbau publiziert wurde, eine genaue Identifizierung des Ereignisdatums nicht sichergestellt werden kann (Fiori et al. 2012). Weiterhin wurden Personalreduktionen, die weniger als 0,5% der Belegschaft

betreffen, nicht berücksichtigt, da nicht davon auszugehen ist, dass die Ankündigung für ein Unternehmen betriebswirtschaftlich bedeutsam ist und somit vom Kapitalmarkt als relevante Information aufgenommen wird (Nixon et al. 2004).

Die 22 untersuchten Fluggesellschaften kündigten innerhalb der untersuchten zehn Jahre insgesamt 133 285 Stellenstreichungen an, davon wurden 60 240 Kürzungen in den USA und Kanada bekannt gemacht. Im gleichen Zeitraum wurden in Europa im Rahmen von 37 Entlassungsankündigungen 49 595 Angestellte freigesetzt. In Australien betrug die Anzahl der angekündigten Personalfreisetzung 18 780.

Zudem zeigt das Wachstum der Luftfahrtindustrie eine hohe Krisenanfälligkeit auf. So ergeben sich besonders während der Finanzkrise und der Eurokrise starke personalreduzierende Maßnahmen. Ebenfalls wurden während der SARS- und der Irakkrise zwischen 2003 und 2004 vermehrt Personalfreisetzung angekündigt. Besonders auffällig zeigt sich die hohe Zahl der Entlassungsankündigungen im Jahr 2012. Hierfür ist zunächst wohl die Krise der Europäischen Währungsunion verantwortlich. Hinzu kommt aber auch, dass American Airlines in ein Insolvenzverfahren involviert war. Im Zuge des Restrukturierungsprogramms wurden in zwei Ankündigungen 17 400 Mitarbeiter freigestellt, was 48% des gesamten Personalabbaus aller untersuchten Fluggesellschaften in 2012 ausmachte. Insgesamt wurden im Zeitraum von 2003 bis 2012 Mitarbeiterreduzierungen von im Durchschnitt 4,4% der Belegschaft publiziert. Dies entspricht einem durchschnittlichen absoluten Personalabbau von knapp 1600 Mitarbeitern. Die zeitliche Verteilung der Entlassungsankündigungen ist in Tabelle 2 zusammengefasst.

Tab. 2: Zeitliche Verteilung der Stichprobe

Jahr	Anzahl	Entlassungen	Ø Entlassungen	Ø PAPQ
2003	9	16.485	1.832	0,069
2004	3	4.000	1.333	0,044
2005	4	9.100	2.275	0,088
2006	7	8.050	1.150	0,048
2007	2	830	415	0,014
2008	15	25.134	1.676	0,046
2009	17	23.526	1.384	0,044
2010	9	7.870	874	0,023
2011	4	2.070	518	0,017
2012	14	36.220	2.587	0,036
Insgesamt	84	133.285	1.587	0,044

Die Tabelle zeigt die zeitliche Verteilung der PAP-Meldungen. Die Spalte „Anzahl“ enthält die Zahl der PAP-Meldungen im jeweiligen Jahr. Die Spalte „Entlassungen“ zeigt die Gesamtzahl der Stellenstreichungen, die in den PAPs angekündigt wurden. Der Mittelwert der Zahl der Mitarbeiter, die abgebaut werden sollen, wird in der Spalte „Ø Entlassungen“ angezeigt. Die Spalte „Ø PAPQ“ gibt den Mittelwert des prozentualen Personalabbaus je Unternehmen an.

Den Pressemitteilungen wurden neben detaillierten Informationen zum geplanten Personalabbau, wie z.B. das Ausmaß des Stellenabbaus, auch Hinweise entnommen, die Aufschluss über die Motive hinter der Maßnahme geben können. Wie vorher ausgeführt, lassen sich Personalabbaupläne in proaktive und reaktive Maßnahmen einteilen, wobei die Reaktion auf eine bereits eingetretene Krisensituation als reaktive Strategie eingestuft wird. In solchen Fällen finden sich in den Mitteilungen häufig Begriffe wie z.B. „Umsatzrückgang“, „gestiegener Wettbewerbsdruck“ oder „Gewinneinbruch“. Solche PAP-Meldungen sind als reaktiv klassifiziert, indem die entsprechende Indikatorvariable „*PROAKTIV: DUM*“ den Wert „0“ annimmt.³ Im Vergleich dazu zeichnen sich proaktive Strategien dadurch aus, dass die jeweiligen Fluggesellschaften in Antizipation von Umsatzrückgängen oder der Einsicht notwendiger kostenseitiger Maßnahmen Mitarbeiter freisetzen. Allerdings ist eine Klassifikation mittels Schlagworten nicht immer trennscharf und eindeutig, weshalb die Zuordnung zu einem Strategiemuster primär auf Basis der Wachstumsrate der Umsatzerlöse (*PROAKTIV: +ΔUE*) im Jahr vor der Ankündigung vorgenommen wurde. Dieser Variable liegt die Idee zugrunde, dass eine proaktive Strategie vorbeugend darauf abzielt, die Wettbewerbsfähigkeit und Effizienz zu erhalten oder sogar zu verbessern. Eine detaillierte Darstellung der Stichprobenparameter ist Tabelle 3 zu entnehmen.

Je nach Einstufung der globalen Konjunktur lassen sich aber auch weitere Motive für PAPs erkennen. So differenzieren Hillier et al. (2007) sogar zwischen sieben sich nicht gegenseitig ausschließenden Entlassungsgründen. Für die drei Gründe „Restrukturierung“ (*REST*), „Nachfragerückgang“ (*NACHF*) und „Standortschließung“ (*STANDS*) wurde auch in dieser Studie eine Klassifizierung der Pressemitteilungen vorgenommen, wobei die jeweiligen Indikatorvariablen den Wert „1“ annehmen, wenn entsprechend Hinweise auf ein Restrukturierungsprogramm, einen Nachfragerückgang oder eine Standortschließung gefunden wurden. Motive, die im Zusammenhang mit der Performance oder Kapitalstruktur stehen können, wurden über entsprechende Bilanz- und Finanzkennzahlen erfasst, die im Vergleich zu Binärvariablen in der Regel einen höheren Informationsgehalt besitzen. So lässt eine vergleichsweise geringe Eigenkapitalquote (*EK-QUOTE*), gemessen als bilanzielles Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme im Jahr vor der Ankündigung, finanzielle Engpässe und die Notwendigkeit von Restrukturierungsmaßnahmen vermuten. Ebenso erfasst auch die relative *LIQUIDITÄT* als Quotient der kurzfristigen liquiden Mittel im Verhältnis zum Wert der Nettosachanlagen den Grad der finanziellen Beschränkung,⁴ während die Gesamtkapitalrendite (*GK-RENDITE*) des Vorjahres einen Hinweis auf die Profitabilität der Fluggesellschaft gibt. Letztlich wird auch das Investitionsverhalten in den beiden vorangegangenen Geschäftsjahren über die Veränderungsrate der Investitionsausgaben (*Change in Capital Expenditures*) $\Delta INVEST$ ermittelt. Zusammengenommen erfassen diese Kennzahlen eine mögliche Krisenanfälligkeit des Unternehmens wesentlich genauer, als es über kodierte Pressemeldungen erfolgen könnte.

Auffällig ist, dass Entlassungspläne am häufigsten mit Hinweisen auf Restrukturierungsprogramme (34) einhergehen, während in den seltensten Fällen Standorte geschlossen wurden (10). Zudem zeigt sich in den konjunkturschwachen Jahren 2008 und 2009, dass Unternehmen verstärkt ihre Personalfreisetzungen mit Nachfragerückgängen und schlechter Vergangenheitsperformance begründen. Hingegen wird in Zeiten stärkerer Konjunktur

ein Stellenabbau häufiger aufgrund von Restrukturierungsmaßnahmen durchgeführt. Hieraus lässt sich allerdings noch kein eindeutiges Konjunkturverhalten erkennen, da auf PAP-Maßnahmen sowohl in schwachen als auch in starken Wachstumszeiten zurückgegriffen wird. Als außergewöhnlich zeigt sich jedoch das Jahr 2008, da hier sowohl Kostensenkung als auch Nachfragerückgang als Entlassungsgründe vorgebracht werden. Dies ist allerdings gut verständlich, weil zu Beginn des Jahres ein sehr hoher Ölpreis die Gewinne der Fluggesellschaften drückte. Nach dem Ausbruch der Finanzkrise sank der Ölpreis rapide, wodurch die Airlines auf der Kostenseite entlastet wurden; gleichzeitig verschlechterte sich aber die Nachfrage erheblich und zwang die Fluggesellschaften dazu, Kapazitäten abzubauen.

Neben der Einteilung nach verschiedenen Entlassungsmotiven stellt sowohl die absolute Zahl der geplanten Stellenstreichungen (*ANZ. ENTL.*) als auch das Verhältnis zur Gesamtzahl der Mitarbeiter im Unternehmen (*PAPQ*) am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres ein Signal für den Kapitalmarkt dar. Zu vermuten ist, dass bei zahlenmäßig kleineren Entlassungsprogrammen und geringeren Personalabbauquoten der Verlust an firmenspezifischem Human- und Sozialkapital („survivor’s syndrome“) geringer ist.⁵ Dementsprechend senden große Abbauquoten im Vergleich zu kleineren Entlassungsmaßnahmen eher ein negatives Signal in den Markt und sollten mit deutlicheren Kursabschlägen einhergehen. Ein negativer Zusammenhang zwischen „*PAPQ*“ und der Kapitalmarktreaktion könnte aber auch beobachtet werden, wenn die Investoren die angekündigte Maßnahme vom Umfang her als unzureichend ansehen.

McKnight et al. (2002) und Hillier et al. (2007) belegen neben anderen Untersuchungen, dass Folgeankündigungen in der Regel einen schwächeren Einfluss auf die Kursreaktion haben. Da Investoren nach einer Erstankündigung die Unternehmensentwicklung stärker verfolgen, führen Elayan et al. (1998) dieses Ergebnis auf einen geringeren Informationsgehalt der Meldung aufgrund verminderter Informationsasymmetrien zurück. Es zeigt sich, dass knapp drei Viertel der Entlassungsankündigungen als Erstankündigungen einzustufen sind und damit mindestens sechs Monate Abstand zu einem zuvor veröffentlichten PAP aufweisen.⁶ Der kürzeste Zeitraum zwischen zwei Entlassungsankündigungen einer Fluggesellschaft beträgt zwei Wochen. Um für den Effekt einer Folgeankündigung zu kontrollieren, wird die Indikatorvariable „Erstankündigung“ (*ERST*) eingeführt, die im Falle einer erstmaligen Entlassungsankündigung den Wert „1“ annimmt und „0“, falls es sich hierbei um eine Folgeankündigung innerhalb von sechs Monaten handelt. Eine schwächere Kapitalmarktreaktion kann aber auch infolge von vorbereitenden Hinweisen seitens des Managements, beispielsweise auf der Hauptversammlung, vor der eigentlichen PAP-Ankündigung auftreten. Daher kontrolliert die Variable „ ΔHV “ für den zeitlichen Abstand zwischen dem Ereignistag und dem Tag der Aktionärsversammlung im Jahr der Ankündigung.⁷ Wie aus Tabelle 3 ersichtlich wird, kündigten die untersuchten Fluggesellschaften einen Entlassungsplan im Schnitt etwa sieben bis zehn Tage vor der Hauptversammlung an.

Neben den bisher genannten Einflussparametern wird auch ein Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und der Kursreaktion vermutet. Filbeck und Webb (2001) können beispielsweise zeigen, dass die Ankündigungseffekte kleinerer Unternehmen negativer ausfallen im Vergleich zu größeren, was auf eine größere Informationsasymmetrie zurückgeführt werden kann. Wir kontrollieren für diesen Einfluss mit der Variable „MV“, die den natürlichen Logarithmus der Marktkapitalisierung am Ende des vorangegangenen Kalenderjahres angibt (Wertheim/Robinson 2004; Hillier et al. 2007).⁸

Tab. 3: Deskriptive Eigenschaften der Stichprobe

	Mittelwert	Median	Std.	Min	Q25	Q75	Max
PROAKTIV: + Δ UE	0,143	0,045	0,484	-0,274	-0,064	0,160	2,512
PROAKTIV: DUM	0,333	0,000	0,471	0,000	0,000	1,000	1,000
PAPQ	0,044	0,028	0,048	0,004	0,014	0,051	0,245
ANZ. ENTL.	1.587	1.000	1.894	150	500	1.938	13.000
Δ HV	-9,929	-7,000	118,044	-259,000	-99,750	83,750	212,000
ERST	0,714	1,000	0,452	0,000	0,000	1,000	1,000
STANDS	0,119	0,000	0,324	0,000	0,000	0,000	1,000
REST	0,405	0,000	0,491	0,000	0,000	1,000	1,000
NACHF	0,298	0,000	0,457	0,000	0,000	1,000	1,000
MV (in Mio. €)	3.400	2.819	2.482	102	1.445	4.916	11.042
EK-QUOTE	0,203	0,274	0,188	-0,329	0,947	0,331	0,511
LIQUIDITÄT	0,434	0,353	0,345	0,078	0,241	0,435	1,986
GK-RENDITE	-1,165	1,750	9,054	-26,820	-4,250	4,738	10,130
Δ INVEST	0,256	0,158	0,574	-1,000	-0,117	0,622	1,829
M2B	1,962	1,140	4,473	-3,550	0,790	1,810	29,510
BIP	0,012	0,018	0,027	-0,064	-0,003	0,030	0,081
EURO	0,429	0,000	0,495	0,000	0,000	1,000	1,000
MITARBEITER	50.271	36.510	35.142	3.844	22.132	84.306	120.055

Die Tabelle zeigt die deskriptiven Statistiken der untersuchten Variablen. *PROAKTIV: + Δ UE* bezeichnet die Wachstumsrate der Umsatzerlöse im Jahr vor der Ankündigung und wird als Indikator für proaktiven Personalabbau (positive Veränderungsrate) bzw. reaktive Personalfreisetzung (negative Veränderungsrate) herangezogen. Die Variable *PROAKTIV: DUM* klassifiziert PAP-Meldungen in proaktive (= 1) bzw. reaktive (= 0) Maßnahmen auf Basis der Pressemitteilungen. *PAPQ* (Personalabbaquote) gibt die absolute Zahl der geplanten Stellenstreichung (*ANZ. ENTL.*) im Verhältnis zur Gesamtzahl der Mitarbeiter im Unternehmen (*MITARBEITER*) am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres an und Δ HV den zeitlichen Abstand zwischen dem Ereignistag und dem Tag der Aktionärsversammlung im Jahr der Ankündigung. Die Indikatorvariablen *ERST*, *STANDS*, *REST* und *NACHF* zeigen an, ob es sich bei der PAP-Meldung um eine Erstankündigung (ja = 1), Standortschließung (ja = 1), Restrukturierung (ja = 1) und/oder einen Nachfragerückgang (ja = 1) handelt. *MV* (in Mio. €) gibt den natürlichen Logarithmus der Marktkapitalisierung am Ende des vorangegangenen Kalenderjahres an, *EK-QUOTE* das Verhältnis des bilanziellen Eigenkapitals zur Bilanzsumme im Jahr vor der Ankündigung, *LIQUIDITÄT* den Quotienten der kurzfristigen liquiden Mittel im Verhältnis zum Wert der Nettosachanlagen, *GK-RENDITE* die Gesamtkapitalrendite des Vorjahres, Δ *INVEST* die Veränderungsrate der Investitionskosten, *M2B* das Markt-Buchwert-Verhältnis und *BIP* die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts. Die Indikatorvariable *EURO* nimmt den Wert „1“ an, wenn es sich um eine europäische Fluggesellschaft handelt.

Weiterhin wird die Wachstumserwartung des Kapitalmarktes an das betroffene Unternehmen mithilfe des Markt-Buchwert-Verhältnisses ($M2B$) abgebildet (Gunderson et al. 1997). Zudem wird mithilfe des Wachstums des jeweiligen Wirtschaftsraums (dargestellt durch die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts BIP) eine Verbindung zwischen Entlassungsankündigungen und konjunktureller Entwicklung untersucht (Elayan et al. 1998). Hierbei wird bewusst auf das regionale Wachstum des jeweiligen Wirtschaftsraums anstelle des globalen Wachstums abgestellt, da Fluggesellschaften zwar international agieren, jedoch in der Regel stark in ihrem Heimatmarkt vertreten sind und somit auch von dessen Schwankungen abhängen (Wasmer 2002). Dies bedeutet jedoch auch, dass die Fluggesellschaften auch den jeweiligen Regelungen des vorherrschenden Corporate-Governance-Systems unterliegen, was insbesondere in Märkten mit starker Regulierung (bspw. Deutschland) oder besonders konfliktbeladenen Arbeitsbeziehungen (bspw. Frankreich) von zentraler Bedeutung sein kann. Dafür kontrolliert die Binärvariable „EURO“, die im Falle einer europäischen Fluggesellschaft den Wert „1“ annimmt.

3.2 Untersuchungsmethodik: Ermittlung abnormaler Renditen

Unter Annahme informationseffizienter Kapitalmärkte und des Marktmodells der Ereignisstudie (Ball/Brown 1968; Fama et al. 1969) wird untersucht, ob an dem Ereignistag bzw. innerhalb eines Ereignisfensters durch die Veröffentlichung neuer Informationen abnormale Renditen entstehen, die von einer für den Stichtag prognostizierten Rendite abweichen (Dauth 2012). Die abnormale Rendite $AR_{i,t}$ einer Entlassungsankündigung i stellt die Differenz aus der tatsächlichen Rendite $R_{i,t}$ am Ereignistag t und der ansonsten erwarteten Rendite $E(R_{i,t})$ dar.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Die erwartete Rendite kann mithilfe eines linearen Regressionsmodells aus historischen Kursen so abgebildet werden, dass sie in zwei Anteile unterschieden werden kann. Das Produkt $\beta_{1_i} * R_{m,t}$ stellt den Anteil der Rendite dar, der aufgrund von Bewegungen des Aktiengesamtmarktes auftritt. Der Parameter β_{0_i} misst die durchschnittliche Basisrendite der Aktie, die nicht durch Marktbewegungen beeinflusst ist und aktienspezifisch auftritt.

$$E(R_{i,t}) = \beta_{0_i} + \beta_{1_i} * R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Die Parameter β_{0_i} und β_{1_i} können für jede Ankündigung mithilfe einer OLS-Schätzung über ein Intervall von 250 Handelstagen vor dem Ereignisfenster berechnet werden (Nixon et al. 2004; Hillier et al. 2007; Knauer/Lachmann 2011). Dieses Intervall umfasst ungefähr ein Kalenderjahr und kann somit einer eventuellen jahreszeitlich bedingten Nichtstationarität entgegensteuern (Gerpott/Jakopin 2006). Als Marktrendite wird der von Thomson Financial Datastream für jedes Land bereitgestellte wertgewichtete Aktienmarktindex verwendet. Bei den zugrunde liegenden Kapitalmarktdaten handelt es sich um adjustierte Preisindizes, die um Dividendenzahlungen und Veränderungen in der Kapitalstruktur

korrigiert wurden (Total Return Index).⁹ Die Kapitalmarktdaten stammen aus der Thomson Reuters Datastream Datenbank und sind, falls es sich um Werte in einer abweichenden Währung handelt, entsprechend in Euro-Werte umgerechnet.

Die durchschnittliche abnormale Rendite (*DAR*) in unserem Datensatz mit „*N*“ Beobachtungen berechnet sich wie folgt:

$$DAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,0}$$

Zur Bestimmung der kumulierten abnormalen Rendite (*KAR*) werden die täglichen abnormalen Renditen eines Ereignisses *i* über das Ereignisfenster [-*T*;+*T*] aufsummiert, wodurch die Veränderung des Vermögenswertes innerhalb der Ereignisperiode ausgedrückt wird (Gerpott/Jakopin 2006).

$$KAR_i = \sum_{-T}^T AR_{i,t}$$

Dabei stellt *T* die zeitliche Grenze des Ereignisfensters dar. Mithilfe der *KAR*-Werte jeder einzelnen Ankündigung wird schließlich die durchschnittliche kumulierte abnormale Rendite (*DKAR*) über alle *N* Ankündigungen berechnet:

$$DKAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N KAR_i$$

Zur Beurteilung der statistischen Signifikanz der *DAR*- und *DKAR*-Werte werden zunächst einfache t-Tests nach Brown und Warner (1980) genutzt. Darüber hinaus verwenden wir das Testverfahren nach Böhmer et al. (1991), um für eine durch die PAP-Ankündigung hervorgerufene höhere Varianz der Aktienrenditen im Ereignisfenster zu kontrollieren, sowie den Test nach Johnson (1978), der die Teststatistik um die Schiefe der Renditeverteilung korrigiert (Lyon et al. 1999). Zudem wird der Median des *DAR*-Wertes mithilfe des Wilcoxon-Rangsummen-Tests auf statistische Signifikanz überprüft. Die Sensitivität der Kapitalmarktreaktionen auf ankündigungs- und unternehmensspezifische Charakteristika wird über Querschnittsregressionen ermittelt, wobei die t-Statistik über adjustierte Standardfehler nach White (1980) berechnet wird.

Um neben den kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen auch den längerfristigen Einfluss einer PAP-Ankündigung zu erfassen, wurden für Beobachtungszeiträume von sechs, 12 und 24 Monaten die um die Marktentwicklung adjustierten, geometrischen Haltedauerrenditen (Buy-And-Hold-Abnormal>Returns, *BHAR*) als Performancemaß berechnet (Hillier et al. 2007). Im Detail ergibt sich diese Überrendite durch:

$$BHAR_{i,T} = \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) \right] - \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{m,t}) \right],$$

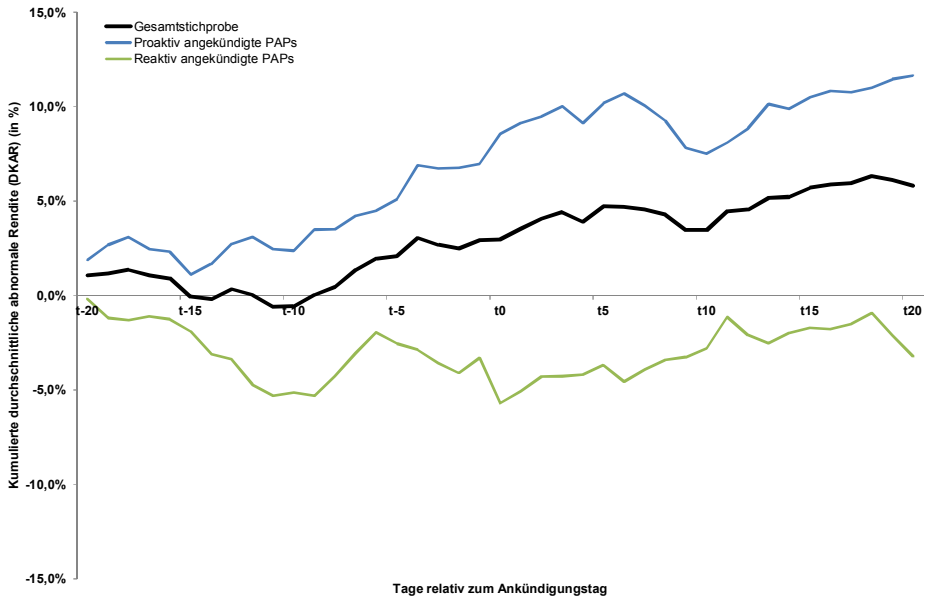
wobei $R_{i,t}$ die Rendite der Fluggesellschaft i im Monat t nach der PAP-Meldung angibt. Als Vergleichsrendite $R_{m,t}$ wurde wiederum der jeweilige nationale Aktienmarktindex der Thomson Financial Datastream Datenbank verwendet. Darüber hinaus wurden auch wertgewichtete langfristige Haltedauerrenditen berechnet, um damit für den Einfluss von Größeneffekten und dem von Barber und Lyon (1997) beschriebenen „rebalancing bias“ zu kontrollieren. In diesem Fall wird jede firmenspezifische Rendite mit dem relativen Anteil der jährlichen Marktkapitalisierung der Fluggesellschaft an der Summe aller Marktwerte in der Stichprobe gewogen. Statistische Signifikanzen der Mittelwerte und Mediane der adjustierten Haltedauerrenditen werden wiederum mittels t-Test, Johnson-Test und Wilcoxon-Rangsummen-Test überprüft.

4 Ergebnisse und Implikationen

4.1 Univariate Analyse des Ankündigungseffektes

Zunächst wird ermittelt, ob die Ankündigung eines Personalabbauplans neue und für Aktionäre bewertungsrelevante Informationen beinhaltet und in welche Richtung die Bewertungsanpassung geht. Hinsichtlich der Kapitalmarktreaktionen, die durch entsprechende Meldungen hervorgerufen werden, zeichnen bisherige industrieüberreifende Untersuchungen im internationalen Kontext ein widersprüchliches Bild.

Der Verlauf der Kapitalmarktreaktionen für die gesamte Stichprobe sowie für proaktiv und reaktiv angekündigte Personalabbaumaßnahmen in einem Fenster von 40 Tagen um das Ereignis ist in Abbildung 1 dargestellt. Dabei erfolgt eine Einteilung in proaktiv und reaktiv motivierte PAPs auf Basis der Wachstumsrate der Umsatzerlöse im vorangegangenen Geschäftsjahr relativ zum Vorjahr. Entsprechend der Definition wurde die Freisetzung von Mitarbeitern als reaktiv (proaktiv) eingestuft, sofern das Umsatzwachstum im Vorjahr negativ (positiv) war. Zu beobachten ist, dass sich sowohl für die gesamte Stichprobe als auch für proaktive Strategemaßnahmen die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen ($DKAR$) positiv entwickeln, was wiederum auf positive Werteffekte und damit hinsichtlich des Shareholder-Values auf eine wertsteigernde Maßnahme hindeutet. Im Gegensatz dazu lassen Entlassungsankündigungen, die als Reaktion auf einen Umsatzrückgang erfolgen, tendenziell Abschläge auf den Unternehmenswert erwarten. Konsistent mit Befunden aus früheren Studien beobachten auch wir, dass bereits knapp zehn Handelstage vor der Ankündigung der Maßnahme eine Kapitalmarktreaktion einsetzt. Dies kann als Indiz gesehen werden, dass die Maßnahme schon vor ihrer Ankündigung durch die Marktteilnehmer antizipiert wurde (Lin/Rozeff 1993).

Abb. 1: Marktreaktion auf die Ankündigung von PAPs

Bei genauerer Betrachtung verschiedener Ereignisfelder, die in Tabelle 4 für alle drei Gruppen dargestellt sind, fällt allerdings auf, dass für die Gesamtstichprobe lediglich die Ergebnisse der größeren Zeitintervalle statistisch signifikant sind (Panel I in Tabelle 4). Werden dagegen die kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen nur für proaktive PAP-Ankündigungen betrachtet, ist ein Kursanstieg von bis zu 1,64% (für das $[-0;+0]$ Fenster) zu beobachten (Panel II in Tabelle 4). Dies bedeutet, dass der Kapitalmarkt die Entlassung von mehr als 0,5% der Belegschaft in Antizipation von Umsatzrückgängen oder Kostenbelastungen als marktwert erhöhend beurteilt. Dieser Werteffekt ist in seiner Richtung auch konsistent mit den industrieübergreifenden Ergebnissen von McKnight et al. (2002) und Neus und Walter (2009), die einen Anstieg von 0,36% für ein Drei-Tage-Fenster ($[-1;+1]$) bzw. 0,03% am Ankündigungstag feststellen, und widerspricht zugleich der negativen Beobachtung von Lee (1997). Zudem ist der hier dokumentierte Effekt im Vergleich zu vorherigen Untersuchungen nicht nur um ein Vielfaches größer, sondern er fällt auch statistisch signifikant aus, wenn wir für einen ereignisbedingten Anstieg in der Varianz der Aktienrenditen kontrollieren (Test nach Böhmer et al. 1991), die Teststatistik um die Schiefe der Verteilung korrigieren (Test nach Johnson 1978) oder einen nicht-parametrischen Test heranziehen (Wilcoxon-Rangsummen-Test). Dieses Ergebnis kann auch als Indikator für die Notwendigkeit einer klaren Industriefokussierung interpretiert werden, wenn die Bewertung von PAP-Maßnahmen ermittelt wird.

Tab. 4: Kapitalmarktreaktionen auf PAP-Ankündigungen

Ereignisfenster	Kumulative Abnormale Rendite		Böhmer Test	t-Test	Johnson Test	Wilcoxon Rangsummen Test	
	Mittelwert	Median	z-Wert	t-Wert	J-Wert	z-Wert	N
Panel I: Alle angekündigten Entlassungspläne							
[0;+0]	0,035%	0,560%	0,366	0,054	0,050	1,846*	84
[-1;+0]	0,470%	0,832%	1,024	0,550	0,546	1,498	84
[0;+1]	0,619%	0,524%	1,162	0,837	0,838	1,133	84
[-1;+1]	1,054%	0,600%	1,590	1,126	1,128	1,320	84
[0;+2]	1,137%	0,577%	1,707*	1,253	1,258	1,110	84
[-2;+1]	0,868%	1,025%	1,252	0,796	0,798	1,177	84
[-5;+1]	1,587%	1,548%	1,322	0,995	1,002	1,329	84
[-1;+5]	2,229%	1,416%	2,080**	1,645	1,647	1,820*	84
[-5;+5]	2,761%	2,065%	1,830*	1,450	1,462	1,771*	84
[-20;+20]	5,805%	3,623%	1,803*	1,506	1,511	1,405	84
Panel II: Proaktiv angekündigte Entlassungspläne							
[0;+0]	1,604%	0,980%	3,044***	2,669**	2,683***	3,393***	51
[-1;+0]	1,806%	0,868%	2,660***	2,229**	2,228**	2,362**	51
[0;+1]	2,167%	0,923%	2,888***	2,574**	2,663**	2,409**	51
[-1;+1]	2,369%	0,728%	2,615***	2,278**	2,335**	2,006**	51
[0;+2]	2,504%	1,345%	2,745***	2,413**	2,438**	2,475**	51
[-2;+1]	2,406%	1,500%	2,533**	2,279**	2,320**	2,184**	51
[-5;+1]	4,643%	1,600%	2,426**	2,493**	2,618**	2,343**	51
[-1;+5]	3,408%	2,386%	2,865***	2,644**	2,663**	2,606***	51
[-5;+5]	5,682%	3,326%	2,839***	2,927***	3,068***	3,018***	51
[-20;+20]	11,645%	10,710%	2,878***	2,634**	2,650**	2,746***	51
Panel III: Reaktiv angekündigte Entlassungspläne							
[0;+0]	-2,388%	-0,136%	-1,771*	-1,850*	-1,928*	-1,027	33
[-1;+0]	-1,594%	-0,151%	-0,681	-0,916	-0,930	-0,563	33
[0;+1]	-1,773%	-0,574%	-1,122	-1,398	-1,426	-1,045	33
[-1;+1]	-0,978%	0,445%	-0,201	-0,568	-0,572	-0,277	33
[0;+2]	-0,976%	-0,850%	-0,353	-0,605	-0,598	-1,206	33
[-2;+1]	-1,508%	-0,331%	-0,306	-0,683	-0,677	-0,706	33
[-5;+1]	-3,137%	0,746%	-0,697	-1,163	-1,159	-0,652	33
[-1;+5]	0,406%	0,109%	0,429	0,144	0,146	-0,223	33
[-5;+5]	-1,754%	-1,657%	-0,054	-0,472	-0,464	-0,813	33
[-20;+20]	-3,220%	-6,022%	-0,223	-0,471	-0,465	-1,027	33
Ereignisfenster	Differenz Panel II – Panel III		t-Test	Differenz Panel II – Panel III		Wilcoxon-Rangsummen-Test	
	Mittelwert		t-Wert	Median		z-Wert	
[0;+0]	3,992%		3,125***	1,116%		2,436**	
[-1;+0]	3,400%		1,974*	1,019%		1,493	
[0;+1]	3,939%		2,697***	1,496%		2,271**	
[-1;+1]	3,347%		1,769*	0,283%		1,319	
[0;+2]	3,480%		1,903*	2,194%		2,555**	
[-2;+1]	3,914%		1,775*	1,831%		1,630	
[-5;+1]	7,780%		2,453**	0,854%		1,621	
[-1;+5]	3,003%		1,083	2,277%		1,621	
[-5;+5]	7,436%		1,939*	4,984%		2,363**	
[-20;+20]	14,865%		1,913*	16,732%		2,555**	

Die Tabelle zeigt die Marktreaktionen auf die Ankündigung von PAPs für verschiedene Ereignisfenster und Teilstichproben. Die abnormalen Renditen wurden mithilfe eines Marktmodells und einer Schätzperiode von 250 Handelstagen berechnet. Als Marktrendite wurde der von Thomson Financial Datastream für jedes Land bereitgestellte wertgewichtete Aktienmarktindex verwendet. In Panel I werden die Ergebnisse für die gesamte Stichprobe gezeigt, während Panel II und III sich auf die Gruppen der proaktiv bzw. reaktiv angekündigten PAP-Meldungen beziehen. Zur Beurteilung der statistischen Signifikanz werden neben dem t-Test auch die Testverfahren nach Böhmer et al. (1991) und Johnson (1978) verwendet. Zudem wird der Median der Kapitalmarktreaktion mithilfe des Wilcoxon-Rangsummen-Tests auf statistische Signifikanz überprüft. Die Differenz in den Mittelwerten und Medianen zwischen Panel II und III wird mithilfe des t-Tests und des Wilcoxon-Rangsummen-Tests auf Signifikanz getestet. ***, ** und * kennzeichnen die statistische Signifikanz auf dem 1%-, 5%- bzw. 10%-Niveau.

Tab. 5: Kapitalmarktreaktion am Ankündigungstag gruppiert nach Unternehmenscharakteristika

		Proaktiv: + Δ UE			N			t-Wert		
		Q<33%	Q33%-66%	Q>66%	Q<33%	Q33%-66%	Q>66%	Q<33%	Q33%-66%	Q>66%
Abs. Emtl.	Q<33%	-0,523%	2,496%	2,236%	9	10	9	-0,785	1,613	1,311
	Q33%-66%	-3,020%	0,310%	2,277%	10	9	10	-0,962	0,215	2,442**
	Q>66%	-4,457%	0,687%	0,184%	9	8	10	-1,418	1,669	0,106
PAPQ	Q<33%	-2,021%	0,076%	2,409%	9	10	9	-1,436	0,246	1,796
	Q33%-66%	-4,332%	1,824%	1,803%	10	7	11	-1,271	1,503	2,078*
	Q>66%	-1,964%	1,909%	0,892%	9	10	9	-0,748	1,244	0,374
EK-Quote	Q<33%	-1,288%	-1,069%	0,260%	8	11	9	-0,445	-0,716	0,139
	Q33%-66%	-4,971%	0,280%	3,464%	10	9	10	-1,458	0,990	1,963*
	Q>66%	0,393%	0,830%	2,646%	8	10	9	0,586	2,028*	1,603
Liquidität	Q<33%	-2,815%	-0,487%	2,312%	9	9	9	-0,791	-0,298	2,127*
	Q33%-66%	-0,494%	2,629%	-0,605%	9	10	9	-0,373	1,902*	-0,321
	Q>66%	-1,684%	-1,526%	2,605%	10	9	10	-0,909	-0,634	1,667
Mitarb.	Q<33%	-3,599%	0,281%	1,392%	8	11	9	-0,955	0,109	0,886
	Q33%-66%	-1,899%	2,585%	1,059%	10	7	11	-0,894	2,387*	1,445
	Q>66%	-1,373%	0,966%	0,901%	9	10	9	-0,900	1,630	0,417
M2B	Q<33%	-3,215%	-0,400%	1,015%	8	10	10	-0,858	-0,292	0,498
	Q33%-66%	0,231%	1,040%	1,446%	10	9	10	0,432	2,670**	1,032
	Q>66%	-2,328%	-1,753%	3,376%	9	8	9	-0,881	-0,614	2,042*

Die Tabelle zeigt die Kapitalmarktreaktion am Ankündigungstag gruppiert nach dem Umsatzwachstum des Vorjahres und weiteren ausgewählten Unternehmens- und Ankündigungscharakteristika in 33%-Quantile. ***, ** und * kennzeichnen die statistische Signifikanz auf dem 1%-, 5%- bzw. 10%-Niveau.

Im Gegensatz zu proaktiven PAP-Ankündigungen sind die Marktreaktionen auf Entlassungen, die nach einem Umsatzrückgang angekündigt werden, eher negativ und weitgehend insignifikant (Panel III in Tabelle 4). Dieses Ergebnis ist insofern bemerkenswert, da bisherige Untersuchungen einen klareren Zusammenhang zwischen einer negativen Börsenkursentwicklung und reaktiven Strategien feststellen konnten (bspw. Lee 1997; Elyan et al. 1998; Wertheim/Robinson 2000; Clarenbach/Davies 2001; Hahn/Reyes 2004; Neus/Walter 2009; Knauer/Lachmann 2011). Vor dem Hintergrund, dass Personalabbaupläne umso kostspieliger sind, je mehr firmenspezifisches Humankapital und damit intangible Vermögensgegenstände verloren gehen, argumentiert Schmalz (2013), dass der Verlust von Wissen sowie die direkten Entlassungskosten für die Unternehmen in einem Humankapitalrisiko münden, das umso größer ist, je teurer der Austausch von Mitarbeitern ist. Der Autor betrachtet Humankapital als nicht bilanziell erfasstes Vermögen eines Unternehmens, dem allerdings auch Verbindlichkeiten in Form einer implizit gegebenen Absicherung gegen

Arbeitsplatzverlust gegenüberstehen. Da die Personalkosten mit einem quasi fixen Strom an liquiden Eigenmitteln finanziert werden, führt ein Festhalten am Humankapital insbesondere in konjunkturellen Schwächephasen zu einem höheren finanziellen Risiko (Schmalz 2013). Folgerichtig kann bereits ein Umsatzrückgang ein Signal für ein höheres Humankapitalrisiko sein, welches sich bei Bekanntwerden in der Kapitalmarktbeurteilung der Unternehmen wiederfindet und nicht mehr bei der Ankündigung eines Entlassungsplans eingepreist wird.

Die bisherigen Untersuchungsergebnisse können als Indiz gewertet werden, dass sich der Kapitalmarkt bei der Einschätzung von PAP-Ankündigungen in der Luftfahrtindustrie strukturell anders verhält als in anderen Branchen und insbesondere Personalreduktionen in Antizipation einer sich möglicherweise verschlechternden Zukunft zu einer positiven Neubewertung der Unternehmen führen. Inwiefern die divergierenden Kapitalmarktreaktionen auf unternehmensspezifische Charakteristika zurückzuführen sind, gilt es nun zu zeigen.

Tabelle 5 zeigt die durchschnittlichen Kurseffekte am Tag der Ankündigung ([0;0]-Fenster) gruppiert in 33%-Quantile nach Umsatzwachstum des Vorjahres und unternehmens- sowie maßnahmenspezifischen Eigenschaften. Obwohl der Großteil der Gruppenmittelwerte insignifikant ist, fällt doch auf, dass die Kapitalmarktreaktionen in der Gruppe mit besonders starken Umsatzrückgängen im Vorjahr ($Q_{<33\%}$ -Proaktiv: $+ΔUE$) überwiegend negativ ausfallen.¹⁰ Darüber hinaus scheint es, dass eine zahlenmäßig große Ankündigung nach einem schlechten Vorjahr starke Kursabschläge erwarten lässt, während kleinere Personalreduktionen infolge eines Umsatzzuwachses zu positiven Werteffekten führen. Bei genauerer Betrachtung der Tabelle fällt zudem auf, dass große Entlassungsprogramme ($Q_{>66\%}$ -Abs. Entl.) im Vergleich zu kleineren Maßnahmen vom Kapitalmarkt weniger honoriert bzw. stärker abgestraft werden. Dieser Zusammenhang kann bei der relativen Abbaquote (PAPQ) allerdings nur für die Gruppe der stark gewachsenen Unternehmen bestätigt werden. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass ein Unternehmen zu viele seiner Humanressourcen verliert oder das „survivor’s syndrom“ stark ausgeprägt ist und die zukünftig erwirtschafteten Cashflows daher niedriger ausfallen werden. Ferner führen Ankündigungen von hochverschuldeten Unternehmen (gemessen über eine geringe *EK-QUOTE*) und von Unternehmen mit wenig Liquidität zu stärkeren Aktienkursreaktionen, wenn die Gesellschaft im Vorjahr ihren Umsatz steigern konnte. Diese Ergebnisse sind konsistent mit einer proaktiven Strategie und können als Indiz gewertet werden, dass der Kapitalmarkt diese Maßnahmen als notwendige Restrukturierung einstuft. Hinsichtlich der Gruppierung nach der Unternehmensgröße kann festgestellt werden, dass PAP-Ankündigungen von kleineren Unternehmen zu einer stärkeren Neubewertung des Unternehmens führen.

4.2 Multivariate Analyse des Ankündigungseffektes

Die bisherigen Untersuchungen haben sich ausschließlich mit den Auswirkungen von Entlassungsplanankündigungen auf den Marktwert von Fluggesellschaften befasst. Rückschlüsse auf die möglichen Werttreiber ermöglicht jedoch erst die multivariate Analyse, deren Ergebnisse in den Tabellen 6 bis 7 dargestellt sind. Auch wenn der Gesamterklärungsgehalt der Modelle insgesamt überschaubar bleibt, zeigen die Koeffizienten in Tabelle 6, dass proaktive Entlassungspläne zu positiven Bewertungseffekten führen und damit kurzfristig das Aktionärsvermögen steigern können. Jedoch gehen mit einer größeren Abbaquote zugleich auch weniger positive bzw. stärker negative Kapitalmarktreaktionen einher.¹¹ Dieses Ergebnis steht nicht nur im Einklang mit bisherigen Studien, die diesen Zusammenhang in der Mehrzahl bestätigen (Clarenbach/Davies 2001; Nixon et al. 2004; Farber/Hallock 2009), sondern kann als ein Indiz gewertet werden, dass die ankündigende Fluggesellschaft zu viele ihrer Humanressourcen verliert oder das „survivor’s syndrom“ stark ausgeprägt ist. Obwohl der Einfluss eines zahlenmäßig großen Stellenabbaus nicht bzw. nur auf 10,43%-Niveau (Tabelle 6, Modell VI) statistisch signifikant von Null verschieden ist, deutet auch das Vorzeichen dieses Koeffizienten darauf hin, dass der Kapitalmarkt große Entlassungspläne als eine weniger geeignete Maßnahme zur langfristigen Steigerung der künftigen Cashflows ansieht. Im Gegensatz zur Anzahl der Entlassungen scheint im Bereich der Luftfahrt vielmehr das „Warum?“ der Entlassung und die damit verbundene strategische Ausrichtung von übergeordneter Bedeutung für eine Steigerung des Shareholder-Values zu sein.

Für Fluggesellschaften, die eine Freisetzungsmaßnahme im Rahmen einer Restrukturierung umsetzen, fallen die Kapitalmarktreaktionen positiver aus. Offensichtlich wertet der Kapitalmarkt eine Entlassungsmaßnahme während einer Restrukturierung als ein positives Zeichen, was zu einer entsprechenden Neubewertung der künftigen Zahlungsströme durch die Investoren führt. Hier, so lässt dieses Ergebnis zumindest vermuten, erwarten Investoren eine Steigerung der Effizienz durch die Senkung der Personalkosten, was wiederum zu höheren erwarteten Cashflows führt. Dies deutet aber auch darauf hin, dass nur durch ein sehr differenziertes Personalmanagement Wert entsteht und nicht durch den simplen Abbau von Personal ohne organisatorische Strategie. Ähnliche Ergebnisse finden auch Hillier et al. (2007) und Knauer und Lachmann (2011). Vor diesem Hintergrund ist auch der Einfluss von Erstkündigungen zu bewerten. Das positive Vorzeichen bestätigt zum einen Befunde von McKnight et al. (2002) und Hillier et al. (2007). Darüber hinaus zeigt der Koeffizient an, dass von Erstkündigungen ein positiver Einfluss auf die Marktreaktion ausgeht. Aufschlussreich ist in diesem Zusammenhang auch der insignifikante Einfluss der Variable ΔHV , die den zeitlichen Abstand zur Hauptversammlung und damit möglicherweise vorab gegebene Signale erfasst. Letztlich muss aber beachtet werden, dass ein Zusammenhang zwischen Marktreaktion und Erstkündigung nur für den Ankündigungstag festgestellt werden konnte, aber nicht in den Regressionen der Tabelle 6.

Tab. 6: Determinanten der Kapitalmarktreaktion am Ankündigungstag

AR [0;0]	Modell I	Modell II	Modell III	Modell IV	Modell V	Modell VI	t-Statistik	t-Statistik	t-Statistik	t-Statistik	t-Statistik	
Ankündigungsscharakteristika												
Konstante	-0,024	-0,024	0,021	-0,039	-0,010	0,013	[0,406]	[-0,477]	-0,010	[-0,114]	0,013	[0,135]
Proaktiv: AUE	0,039**	0,039**	0,030**	-	0,044**	0,037*	[2,520]	-	0,044**	[2,137]	0,037*	[1,852]
PAPQ	-0,338**	-0,338**	-	-	-0,430**	-	-	-	-0,430**	[-2,352]	-	-
Log#(ENTL)	-	-	-0,007	-	-	-0,014	[-1,163]	-	-	-	-0,014	[-1,647]
AHV	> -0,001	[-0,243]	> -0,001	-	> -0,001	> -0,001	[0,161]	-	> -0,001	[-0,414]	> -0,001	[-0,072]
ERST	0,030*	[1,791]	0,023	-	0,031*	0,026	[1,455]	-	0,031*	[1,896]	0,026	[1,486]
STANDS	-0,008	[-0,735]	< 0,001	-	-0,004	-0,004	[-0,738]	-	-0,004	[-0,246]	-0,004	[-0,292]
REST	0,032**	[2,636]	0,027*	-	0,031*	0,029*	[1,935]	-	0,031*	[1,773]	0,029*	[1,680]
NACHF	-	-	-0,003	-	0,008	0,005	[-0,150]	-	0,008	[0,371]	0,005	[0,227]
Kontrollvariablen												
Log(MV)	-	-	-	0,002	-0,003	0,007	[0,252]	[0,252]	-0,003	[-0,334]	0,007	[0,669]
EK-QUOTE	-	-	-	< 0,001	< 0,001	> -0,001	[0,804]	[0,804]	< 0,001	[0,577]	> -0,001	[-0,210]
LIQUIDITÄT	-	-	-	< 0,001	< 0,001	> -0,001	[0,808]	[0,808]	< 0,001	[0,446]	> -0,001	[-0,005]
GK-RENDITE	-	-	-	-0,001	> -0,001	> -0,001	[-0,955]	[-0,955]	> -0,001	[-0,168]	> -0,001	[-0,215]
AINVEST	-	-	-	-0,007	-0,014	-0,012	[-0,635]	[-0,635]	-0,014	[-0,911]	-0,012	[-0,803]
M2B	-	-	-	< 0,001	> -0,001	< 0,001	[0,054]	[0,054]	> -0,001	[-0,001]	< 0,001	[0,068]
BIP	-	-	-	0,558	0,456	0,477	[1,642]	[1,642]	0,456	[1,337]	0,477	[1,313]
EURO	-	-	-	-0,010	-0,009	-0,007	[-0,634]	[-0,634]	-0,009	[-0,551]	-0,007	[-0,432]
Obs.	84	84	84	82	82	82	82	82	82	82	82	82
Adj. R ²	13,719%	12,583%	7,534%	-2,224%	9,136%	3,888%						

Die Tabelle zeigt die Determinanten der Kapitalmarktreaktion. Die abnormale Rendite ΔR am Ankündigungstag wird als abhängige Variable verwendet. Als unabhängige Variablen dienen die Wachstumsrate der Umsatzerlöse im Jahr vor der Ankündigung ($PROAKTIVE + \Delta UE$), die PAP-Meldungen in proaktive (= 1) bzw. reaktive (= 0) Maßnahmen auf Basis der Pressemitteilungen klassifiziert, die Personalabbaquote ($PAPQ$), der natürliche Logarithmus der absoluten Anzahl abgegebener Stellen ($Log\#(ENTL)$), der zeitliche Abstand zwischen dem Ereignis und dem Tag der Aktionsversammlung im Jahr der Ankündigung (AHV) sowie die Indikatorvariablen $ERST$, $STANDS$, $REST$ und $NACHF$, die anzeigen, ob sich bei der PAP-Meldung um eine Erstankündigung ($\alpha = 1$), Standortschließung ($\alpha = 1$), Restrukturierung ($\alpha = 1$) und/oder einen Nachfragerückgang ($\alpha = 1$) handelt. $Log(MV)$ gibt den natürlichen Logarithmus der Marktkapitalisierung (in Mio. €) am Ende des vorangegangenen Kalenderjahres an, $EK-QUOTE$ das Verhältnis des bilanziellen Eigenkapitals zur Bilanzsumme im Jahr vor der Ankündigung, $LIQUIDITÄT$ den Quotienten der kurzfristigen liquiden Mittel im Verhältnis zum Wert der Nettosachanlagen, $GK-RENDITE$ die Gesamtkapitalrendite des Vorjahres, $AINVEST$ die Veränderungsrate der Investitionskosten, $M2B$ das Markt-Buchwert-Verhältnis und BIP die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts. Die Indikatorvariable $EURO$ nimmt den Wert „1“ an, falls es sich um eine europäische Fuggesellschaft handelt. ***, ** und * kennzeichnen die statistische Signifikanz auf dem 1%, 5%- bzw. 10%-Niveau. Die t-Statistiken wurden mit adjustierten Standardfehlern nach White (1980) berechnet.

Tab. 7: Determinanten der kumulierten abnormalen Renditen

KAR [-1,+1]	Modell I	t-Statistik	Modell II	t-Statistik	Modell III	t-Statistik	Modell IV	t-Statistik	Modell V	t-Statistik	Modell VI	t-Statistik
Ankündigungscharakteristika												
Konstante	-0,003	[-0,120]	0,005	[0,224]	0,033	[0,513]	-0,012	[-0,107]	0,058	[0,447]	0,096	[0,636]
Proaktiv: AUE	0,037*	[1,771]	0,037*	[1,740]	0,026	[1,481]	-	-	0,070**	[2,369]	0,061**	[2,310]
PAPQ	-0,392*	[-1,881]	-0,378*	[-1,834]	-	-	-	-	-0,352**	[-1,792]	-	-
Log(#ENTL)	-	-	-	-	-0,005	[-0,628]	-	-	-	-	-0,020	[-1,633]
AHV	< 0,001	[0,534]	< 0,001	[0,517]	< 0,001	[0,904]	-	-	> -0,001	[-0,498]	> -0,001	[-0,253]
ERST	0,027	[1,310]	0,029	[1,453]	0,020	[0,771]	-	-	0,025	[1,327]	0,019	[1,029]
STANDS	-0,003	[-0,095]	0,003	[0,105]	0,013	[0,478]	-	-	0,009	[0,344]	0,007	[0,292]
REST	0,017	[1,030]	0,007	[0,415]	0,003	[0,152]	-	-	0,003	[0,143]	< 0,001	[0,020]
NACHF	-	-	-0,024	[-0,939]	-0,026	[-1,001]	-	-	-0,008	[-0,270]	-0,012	[-0,371]
Kontrollvariablen												
Log(MV)	-	-	-	-	0,002	[0,159]	0,002	[0,159]	-0,006	[-0,418]	0,007	[0,547]
EK-QUOTE	-	-	-	-	> -0,001	[-0,959]	> -0,001	[-0,959]	-0,001	[-1,130]	-0,002	[-1,617]
LIQUIDITÄT	-	-	-	-	< 0,001	[0,383]	< 0,001	[0,562]	< 0,001	[0,383]	< 0,001	[0,035]
GK-RENDITE	-	-	-	-	< 0,001	[0,414]	< 0,001	[0,414]	0,002	[1,048]	0,002	[0,892]
AINVEST	-	-	-	-	-0,001	[-0,074]	-0,001	[-0,074]	-0,019	[-0,828]	-0,018	[-0,776]
M2B	-	-	-	-	-0,002	[-1,311]	-0,002	[-1,311]	-0,003**	[-2,062]	-0,003*	[-1,962]
BIP	-	-	-	-	0,717*	[1,922]	0,717*	[1,922]	0,580	[1,420]	0,631	[1,481]
EURO	-	-	-	-	0,020	[0,956]	0,020	[0,956]	0,021	[0,962]	0,024	[1,039]
Obs.	84	84	84	84	84	84	82	82	82	82	82	82
Adj. R ²	1,38%	1,429%	1,429%	1,429%	-2,227%	-2,227%	-1,616%	-1,616%	2,525%	2,525%	-0,612%	-0,612%

Die Tabelle zeigt die Determinanten der Kapitalmarktreaktion. Die kumulierte abnormale Rendite KAR in einem Drei-Tages-Ereignisfenster mit den Tagen unmittelbar vor und nach dem Ankündigungstag wird als abhängige Variable verwendet. Als unabhängige Variablen dienen die Wachstumsrate der Umsatzerlöse im Jahr vor der Ankündigung ($PROAKTIV$), $+AUE$, die PAP-Meldungen in proaktive (= 1) bzw. reaktive (= 0) Maßnahmen auf Basis der Pressemitteilungen klassifiziert, die Personalabbaquote ($PAPQ$), der natürliche Logarithmus der absoluten Anzahl abgegebener Stellen ($Log(\#ENTL)$), der zeitliche Abstand zwischen dem Ereignistag und dem Tag der Aktionärsversammlung im Jahr der Ankündigung (AHV) sowie die Indikatorvariablen $ERST$, $STANDS$, $REST$ und $NACHF$, die anzeigen, ob es sich bei der PAP-Meldung um eine Erstankündigung ($ja = 1$), Standortschließung ($ja = 1$), Restrukturierung ($ja = 1$) und/oder einen Nachfragerückgang ($ja = 1$) handelt. $Log(MV)$ gibt den natürlichen Logarithmus der Marktkapitalisierung (in Mio. €) am Ende des vorangegangenen Kalenderjahres an, $EK-QUOTE$ das Verhältnis des bilanziellen Eigenkapitals zur Bilanzsumme im Jahr vor der Ankündigung, $LIQUIDITÄT$ den Quotienten der kurzfristigen liquiden Mittel im Verhältnis zum Wert der Nettosachanlagen, $GK-RENDITE$ die Gesamtkapitalrendite des Vorjahres, $AINVEST$ die Veränderungsrate der Investitionskosten, $M2B$ das Markt-Buchwert-Verhältnis und BIP die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts. Die Indikatorvariable $EURO$ nimmt den Wert „1“ an, falls es sich um eine europäische Fluggesellschaft handelt. ***, ** und * kennzeichnen die statistische Signifikanz auf dem 1%, 5%- bzw. 10%-Niveau. Die t-Statistiken wurden mit adjustierten Standardfehlern nach White (1980) berechnet.

Im Gegensatz zu den Ergebnissen in Tabelle 6 tragen bei einem dreitägigen Ereignisfenster die Variablen *ERST* und *REST* nicht zur Erklärung der Kapitalmarktreaktion bei. Allerdings zeigt Tabelle 7, dass in Folge eines konjunkturellen Aufschwungs PAP-Ankündigungen positiver ausfallen, was konsistent mit einer proaktiven Strategie ist. Hingegen führen Personalreduktionen bei Unternehmen mit einem hohen Markt-Buchwert-Verhältnis (*M2B*) zu negativen Bewertungseffekten. Dieser Befund deckt sich argumentativ mit einem für den Kapitalmarkt unerwarteten Ereignis: In der Literatur wird ein hohes Markt-Buchwert-Verhältnis häufig als Indikator für das Vorhandensein vieler Wachstumsoptionen gesehen, weshalb die Ankündigung eines Stellenabbaus als ein negatives Signal hinsichtlich der Zukunftsaussichten des Unternehmens gewertet wird.

Liquiditäts-, Performance- und Kapitalstrukturkennzahlen, die entweder als Kontrollvariablen oder als Proxys für weitere Motive dienen, zeigen keine signifikanten Ergebnisse. Auch hinsichtlich des regionalen Schwerpunktmarktes zeigen sich keine signifikanten Resultate. Damit steht dieses Ergebnis in Kontrast zu den Erkenntnissen von Clarenbach und Davies (2001), die für den amerikanischen Wirtschaftsraum eine signifikant negativ ausgeprägte Reaktion der kumulierten abnormalen Renditen feststellen. Die gefundene Evidenz deutet darauf hin, dass Kapitalmärkte die Wirtschaftsräume im Hinblick auf die Luftfahrtbranche als nicht unterschiedlich einstufen. Außerdem wirken sich Standort-schließungen nicht auf die Kapitalmarktreaktion aus. Damit steht dieser Befund im Kontrast zu bisherigen Studien, die ausschließlich signifikant negative abnormale Renditen feststellen (Blackwell et al. 1990; Hillier et al. 2007). Dies lässt zumindest die Schlussfolgerung zu, dass durch Standort-schließungen und damit verbundene Personalmanagementmaßnahmen keine negativen Effekte für den Unternehmenswert innerhalb der Luftfahrtbranche verbunden werden.

Insgesamt kann festgehalten werden, dass proaktiv angekündigte Entlassungsmaßnahmen kurzfristig zu einer Vermögenssteigerung für Aktionäre führen, sodass mit ihnen statistisch signifikante Ankündigungseffekte einhergehen. Allerdings deuten die Erkenntnisse aus den Regressionsanalysen auch darauf hin, dass der Verlust von firmenspezifischem Human- und Sozialkapital und die damit verbundenen negativen Auswirkungen auf die Cashflows der Unternehmen auch von den Investoren beachtet werden. Inwiefern sich dies auch auf die langfristige Aktienkursentwicklung auswirkt, wird im Folgenden untersucht.

4.3 Langfristige Marktreaktion auf die Ankündigung von Entlassungsplänen

Die Entwicklung der längerfristigen Aktienrenditen für verschiedene Halteperioden, eingeteilt nach proaktiven und reaktiven Entlassungsstrategien, ist in Tabelle 8 dargestellt. Die Ergebnisse zeigen, dass Fluggesellschaften, die trotz einer Umsatzausweitung im vorangegangenen Geschäftsjahr Entlassungen ankündigen, eine im Vergleich zum Gesamtmarkt statistisch signifikant bessere Kapitalmarktperformance aufweisen. Die *BHAR* schwanken dabei im Median zwischen 55,64% (3 Monate) und 14,69% (12 Monate), womit sich diese

Gesellschaften als vergleichsweise attraktive Investments erweisen.¹² Insbesondere vor dem Hintergrund der Ergebnisse zu den Ankündigungseffekten, die für proaktive PAP-Ankündigungen ebenfalls positiv sind, implizieren die Resultate der Langfristanalyse, dass Aktionäre von vorsorglich vorgenommenen Stellenstreichungen profitieren. Im Gegensatz dazu erzielen Fluggesellschaften mit einer reaktiven Entlassungsstrategie im Median keine Out-performance. Obwohl die BHARs zumindest für eine sechsmonatige Haltedauer positiv und statistisch signifikant auf dem 10%-Niveau sind, zeichnet sich insgesamt ein negativer Trend ab, der aber bei geringem Stichprobenumfang insignifikant ausfällt. Dennoch bleibt festzuhalten, dass Gesellschaften, die versuchen, mit einem Stellenabbau auf einen vorangegangenen Umsatzrückgang zu reagieren, auch mittelfristig keine Wertaufholung erfahren. Aktionäre können demnach von reaktiven Entlassungen nicht profitieren; sie erleiden aber auch keine Verluste.

4.4 Implikationen der empirischen Ergebnisse

Die Ergebnisse der vorliegenden Analyse zeigen zwar teilweise Übereinstimmungen zu bisherigen Studien, weisen aber auch erhebliche Differenzen bei der Reaktion auf proaktive und reaktive Entlassungsgründe, Standortschließungen und den Umfang eines PAPs auf, wodurch die Vorteilhaftigkeit einer industriespezifischen Analyse unterstrichen wird. Die Ergebnisse dieser Untersuchung bieten somit Implikationen für vier verschiedene Anspruchsgruppen.

Zunächst und primär liefern die Ergebnisse eine Basis für Personal- und Strategieverantwortliche einer Fluggesellschaft, weil sie für die Auslegung von PAPs herangezogen werden können. Massenentlassungen sind zwar sicherlich nicht vorrangig aus Sicht des Kapitalmarktes zu betrachten – schon gar nicht aus dem Blickfeld von Personalverantwortlichen. Und strategische Maßnahmen, die es erlauben, auf dieses Instrument zu verzichten, sollten wahrscheinlich eine höhere Beachtung erfahren als nur die hinsichtlich einer etwa antizipierten Kapitalmarktreaktion optimale Ausgestaltung von PAPs. Aber dennoch bieten unsere Erkenntnisse einige wesentliche Implikationen für Personalverantwortliche und auch ihre Gegenseite: die Betriebsräte. Personalbestandspolitik sollte langfristig und vorausschauend angelegt sein. Wenn sich personelle Überkapazitäten abzeichnen und proaktive Maßnahmen am Kapitalmarkt positiver als reaktive Maßnahmen wahrgenommen werden, mag das zunächst als Argument für ein sich dem Shareholder-Value verpflichtet fühlendes Managements dienen. Es kann aber auch als Indikator für Verhandlungsspielräume aufgefasst werden, wenn die zu erwartende Erhöhung des Aktionärsvermögens in Relation zu dem Aufwand gesetzt wird, den man auf sich nehmen kann, um einen Personalabbau möglichst sozialverträglich zu gestalten. Bei unvermeidlichen Stellenstreichungen lassen sich dann proaktiv eher Lösungen finden, die einen weitestgehenden Interessenausgleich zwischen allen Betroffenen erlauben.

Tab. 8: Langfristige Aktienkursperformance nach PAP Ankündigung

Haltdauer (in Monaten)	proaktive PAP-Strategien						reaktive PAP-Strategien						Differenz			
	BHAR	Median	t-Wert	J-Wert	Wilcoxon- Rangsum- en- Test	N	BHAR	Median	t-Wert	J-Wert	Wilcoxon- Rangsum- - Test	N	t-Wert	z-Wert	Wilcoxon- n- Test	z-Wert
	Mittelwert	Mittelwert	t-Wert	J-Wert	z-Wert	N	Mittelwert	rt	t-Wert	J-Wert	z-Wert	N	t-Wert	z-Wert	t-Wert	z-Wert
gleichgewichtete Langfristperformance																
3	12,894%	5,640%	1,520	1,592	1,556	51	4,38%	2,76%	0,753	0,756	0,846	34	0,745	0,372	0,745	0,372
6	18,065%	13,889%	1,865*	1,935*	1,725*	51	15,86%	10,19%	1,956*	1,971*	1,923*	34	0,162	-0,489	0,162	-0,489
9	32,353%	8,364%	1,821*	1,958*	2,165**	51	15,51%	0,06%	1,388	1,417	0,641	34	0,713	0,704	0,713	0,704
12	48,250%	14,694%	2,508**	2,666**	2,775***	50	16,16%	-6,83%	1,163	1,186	0,128	34	1,233	1,636	1,233	1,636
wertgewichtete Langfristperformance																
3	0,177%	0,091%	2,275**	2,354**	2,043**	51	0,35%	0,11%	1,575	1,662	1,290	32	-0,872	-0,108	-0,872	-0,108
6	0,302%	0,071%	2,551**	2,636**	1,940*	51	0,64%	0,33%	2,458**	2,630**	2,655***	32	-1,321	-1,212	-1,321	-1,212
9	0,474%	0,111%	2,418**	2,584**	2,118**	51	0,24%	0,00%	1,234	1,250	0,935	32	0,820	0,828	0,820	0,828
12	0,635%	0,204%	3,124***	3,313***	2,785***	50	0,24%	-0,15%	1,012	1,026	0,561	32	1,220	1,545	1,220	1,545

Die Tabelle zeigt die langfristige Kapitalmarktperformance nach der Ankündigung von PAPs differenziert nach proaktiven und reaktiven Maßnahmen. Für die Beobachtungszeiträume von 6, 12 und 24 Monaten wurden adjustierte, geometrische Haltdauerrenditen (Buy-And-Hold-Abnormal-Returs, BHAR) berechnet. Als Marktrendite wurde der von Thomson Financial Datastream für jedes Land bereitgestellte wertgewichtete Aktienmarktindex verwendet. Zur Beurteilung der statistischen Signifikanz wurde neben dem *t-Test* auch der *Johnson-Test* (1978) verwendet. Zudem wird der Median der Kapitalmarktreaktion mithilfe des *Wilcoxon-Rangsummen-Tests* auf statistische Signifikanz hin überprüft. Die Differenz in den Mittelwerten und Medianen zwischen den beiden Gruppen wird mithilfe des *t-Tests* und des *Wilcoxon-Rangsummen-Tests* auf Signifikanz getestet. ***, ** und * kennzeichnen die statistische Signifikanz auf dem 1%, 5% bzw. 10%-Niveau.

Zweitens bilden die gewonnenen Erkenntnisse eine Indikation für Investoren, die die kapitalmarktbezogene Bedeutsamkeit einer Personalreduktionsmaßnahme einschätzen möchten. Es zeigt sich für den einzelnen Aktienanalysten, dass nicht ausschließlich die Ankündigung eines PAPs zu einer Veränderung des Eigenkapitalwertes einer Fluggesellschaft führt, sondern vielmehr die Motive und Ausgestaltung der Personalfreisetzung sowohl Richtung als auch Intensität der Reaktion bestimmen. Im Besonderen zeigt die Industrie-gruppe der Fluggesellschaften eine Abweichung von bisherigen Erkenntnissen im Zusammenhang mit reaktiven Entlassungsmaßnahmen, da hier im Gegensatz zu proaktiven Maßnahmen keine statistisch signifikanten Marktreaktionen zu erkennen sind, obwohl im Allgemeinen von einer negativen Reaktion ausgegangen wird (Hillier et al. 2007; Neuss/Walter 2009).

Für den Gesetzgeber bzw. die judikativen Organe als dritte Anspruchsgruppe stellt sich im Rahmen der Ad-hoc-Publizität nach §15 WpHG die Frage, inwieweit eine Entlassungsankündigung eine Insiderinformation nach §13 WpHG darstellt. Das Ergebnis statistisch signifikanter Kapitalmarktreaktionen für proaktiv motivierte Entlassungspläne unterstützt die Auslegung, dass durch das Bekanntwerden eines PAPs der Wert der Aktien beeinflusst wird. Damit allein sind schon die Voraussetzungen für eine Publizitätspflicht erfüllt. Zudem zeigt auch die Betrachtung der Verteilung der (kumulierten) abnormalen Renditen, dass durchaus erhebliche Kursreaktionen am Ereignistag auftreten können, was ebenfalls eine Ad-hoc-Pflicht auslöst.

Die vierte Anspruchsgruppe wird durch die breite Öffentlichkeit repräsentiert, von der häufig das Klischee einer positiven Kapitalmarktreaktion auf PAPs vertreten wird (Neus/Walter 2009). Dieses Klischee kann durch die Ergebnisse für den Luftfahrtsektor dahingehend ausgeräumt werden, da sich zeigt, dass die Richtung der Kursreaktion nicht allein von der Entlassungsankündigung an sich, sondern vielmehr von ihren Motiven abhängt. Nur für Personalreduzierungen, die präventiv durchgeführt werden, können positive Kursreaktionen festgestellt werden. Werden hingegen relativ zur Zahl der insgesamt im Unternehmen Beschäftigten viele Stellen abgebaut, gehen damit auch negative bzw. weniger positive Kurseffekte einher. Somit ist sich der Kapitalmarkt der Bedeutung des Faktors „Arbeit“ durchaus bewusst und bewertet Maßnahmen, die kurzfristig zwar die Profitabilität steigern aber langfristig in ihren Folgen ungewiss sind, eher negativ.

5 Zusammenfassung und Ausblick

Die vorliegende Analyse, die sich mit den Auswirkungen von Entlassungsankündigungen auf den Eigenkapitalwert von global agierenden Fluggesellschaften beschäftigt, zeigt, dass eine Pauschalisierung der Kursreaktion auf PAPs nicht möglich ist, sondern vielmehr die spezifischen Motive und die Ausgestaltung des Personalabbaus als Basis für die Bewertung einer Kursreaktion dienen müssen. Der undifferenzierte Abbau von Personal führt nicht in allen Fällen zu Vorteilen der Firmeneigentümer.

Für die Gründe eines PAPs wurden sowohl ein grobes als auch ein feines Motivspektrum analysiert. Die grobe Unterteilung in reaktive und proaktive Maßnahmen zeigt einen potenziellen Unterschied dieser Gruppen dahingehend, dass im Falle eines proaktiven Personalabbaus mit einer positiveren Reaktion gerechnet werden kann. Der Unterschied zwischen diesen beiden Gruppen ist gleichermaßen statistisch wie auch ökonomisch signifikant. Als Interpretation dieses Befundes lässt sich festhalten, dass proaktive Maßnahmen die zukünftigen Cashflows positiv beeinflussen, während reaktive Maßnahmen als Ausdruck für eine Gefährdung zukünftiger Cashflows insbesondere aufgrund eines Verlustes an Humankapital eingestuft werden. Letztendlich wiegen für reaktive Personalfreisetzen die langfristigen Konsequenzen des Personalabbaus schwerer und können nicht durch die Senkung der Personalkosten kompensiert werden. Für die feinere Klassifizierung der Motive für einen Personalabbau zeigt einzig das Motiv der Reorganisation eine statistisch positive Reaktion. Dieses Ergebnis ist konform mit den Überlegungen hinsichtlich proaktiver Maßnahmen, zeigt zugleich aber auch, dass nur ein proaktiver Personalabbau, der in einen konsistenten Strategierahmen eingebunden ist, vom Kapitalmarkt auch als wertgenerierend beurteilt wird.

Die Ergebnisse dieser Untersuchung stellen insbesondere eine Informationsgrundlage für das Personalmanagement und die Betriebsräte dar, um frühzeitig proaktive Maßnahmen so zu implementieren, dass ein weitgehender Interessenausgleich zwischen allen Betroffenen erreicht wird. Denn die gefundene Evidenz zeigt, dass das Klischee einer Steigerung des Unternehmenswertes durch PAPs nicht allein von der Entlassungsankündigung an sich, sondern vielmehr von ihren Motiven abhängt.

Für zukünftige Untersuchungen erscheinen uns insbesondere zwei Richtungen spannend zu erforschen: Zum einen stellt sich die Frage, wie die konkrete Ausgestaltung des Personalabbaus mit gezahlten Abfindungen und dem Umfang betriebsbedingter Kündigungen sich auf den langfristigen Unternehmenserfolg niederschlägt. Zum anderen ist zu klären, inwieweit das Geschäftsmodell einer Fluggesellschaft die Kursreaktion auf eine Entlassungsankündigung beeinflusst. Denkbar wäre, dass Low-Cost-Carriers eine schwächere Reaktion als Full-Service-Airlines aufweisen, da sie eine andere Kostenstruktur besitzen und im Servicebereich andere Akzente setzen, wodurch sie weniger abhängig von Personalveränderungen sind (Seligson 2013). Weiterhin zeigen Goins und Gruca (2008), dass Entlassungsankündigungen ebenfalls Auswirkungen auf Partner und Konkurrenten besitzen. Für den Luftfahrtsektor wären hierbei die Auswirkungen einer Entlassungsankündi-

gung auf andere Mitglieder der angehörenden Luftfahrtallianz von Interesse sowie die Kursreaktion der Mitglieder der konkurrierenden Allianzen. Es ließe sich vermuten, dass auch hierbei die Motive der Entlassung eine gewichtige Rolle spielen.

Anmerkungen

- 1 Im Detail wurden für die deutsche Presse die Begriffe „Belegschaftsabbau“, „Entlassung“, „Entlassungsankündigung“, „Entlassungsplan“, „Entlassungswelle“, „Kündigung“, „Massenentlassung“, „Mitarbeiterabbau“, „Personalabbau“, „Personaleinsparung“, „Personalfreisetzung“, „Personalkürzung“, „Restrukturierung“, „Stellenabbau“, „Stellenstreichung“, „Stellenkürzung“, „Standortschließung“ und „Stilllegung“ in Verbindung mit einer spezifischen Fluggesellschaft verwendet. Die englischsprachige Presse wurde nach den Begriffen „job cut“, „staff cut“, „layoff“, „job reduction“, „headcount reduction“ und „job losses“ durchsucht.
- 2 Für folgende Fluggesellschaften wurden Personalabbaupläne identifiziert: Aer Lingus, Air France-KLM, Air Canada, Air New Zealand, AirTran Holdings, American Airlines, British Airways, Continental Airlines, Delta Air Lines, Deutsche Lufthansa, Iberia, KLM, Malaysian Airlines, Qantas Airways, Republic Airways Holdings, Ryanair, SAS, Southwest Airlines, Swissair, United Airlines, United Continental Holdings (UAL), US Airways.
- 3 Insgesamt wurden 15 bzw. 14 Begriffe zur Einordnung der Begründungen des Personalabbaus nach verfolgter Strategie herangezogen, wobei hier nur die Begriffe für die Klassifikation der deutschsprachigen Meldungen aufgeführt werden. Als reaktive Strategie wurden Meldungen gewertet, die mit den Begriffen „Verlust“, „Gewinneinbruch/-rückgang“, „Nachfragerückgang“, „Verlust an Marktanteilen“, „gesättigte Marktlage“, „Wettbewerbsdruck“, „Rezession“, „Konkurrenzdruck“, „Preisverfall“, „steigende Inputpreise (Kerosin)“, „Umsatzrückgang“, „Preisdruck“, „finanziell angeschlagen“, „Insolvenz“ verbunden sind. Proaktive Strategien gehen mit den Begriffen „Verbesserungsabsicht“, „Kostensenkung“, „Effizienz- und Produktivitätssteigerung“, „Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit“, „Renditesteigerung“, „Konzernumbau“, „Strategische Neuausrichtung“, „Vorsorge für schlechte Zeiten“, „Standortschließung“, „Überkapazitäten“, „Restrukturierung“, „Übernahme“, „Eingliederung“, „Kooperation“ oder „Outsourcing“ einher.
- 4 Die relative Liquidität wurde als $(\text{Bareinlagen}_{t-1} + \text{kurzfristige Finanzanlagen}_{t-1}) / \text{Nettosachanlagevermögen}_{t-2}$ gemessen.
- 5 Wir danken den Gutachtern für den Hinweis auf das firmenspezifische Human- und Sozialkapital sowie den Zusammenhang zur Unternehmensperformance.
- 6 In der Literatur findet sich keine einheitliche Definition von Folgeankündigungen, weshalb der Zeitraum von einem halben Jahr auch variiert werden kann. Elayan et al. (1998) beispielsweise definieren als Folgeankündigungen alle Meldungen, die auf zwei oder mehr vorangegangene Meldungen folgen.
- 7 In weiteren Analysen wurde auch der Einfluss des Abstands zur letzten öffentlichen Berichterstattung, wie z.B. Analystenkonferenzen oder Quartalsberichterstattungen untersucht. Die Ergebnisse erweisen sich als nicht sensitiv hinsichtlich vorangegangener Unternehmensmeldungen.
- 8 Als weitere Größenproxys haben wir zudem den Logarithmus der Zahl der Beschäftigten sowie der Bilanzsumme verwendet. Die Ergebnisse erweisen sich als robust hinsichtlich der Wahl des Proxys.

- 9 Im Detail wurde zum Extrahieren der Aktienkurse der 22 Fluggesellschaften die Datastream-Mnemonik „RI“ verwendet. Zur Berechnung des um Kapitalmaßnahmen und Dividenden bereinigten Total-Return-Index greift Datastream auf die Kurse an den jeweiligen Hauptbörsen zurück, wie z.B. auf Frankfurt im Fall der Deutschen Lufthansa AG. Ferner wurden jeder Fluggesellschaft mithilfe der Datastream-Mnemonik „INDX“ der nationale branchenübergreifende Datastream Global-Equity-Index zugewiesen. Da die 22 Fluggesellschaften aus 14 Ländern stammen, haben wir folgende Indizes verwendet: TOTMKAU (Australien), TOTMKCN (Kanada), TOTMKFR (Frankreich), TOTMKBD (Deutschland), TOTMKIR (Irland), TOTMKJP (Japan), TOTMKMY (Malaysia), TOTMKNL (Niederlande), TOTMKNZ (Neuseeland), TOTMKES (Spanien), TOTMKSD (Schweden), TOTMKSW (Schweiz), TOTMKUK (England) und TOTMKUS (USA).
- 10 Das 33%-Quantil liegt bei -2,8 % und das 25%-Quantil bei -6,4 % (vgl. Tab. 3).
- 11 In weiteren Analysen wurde mit einem quadratischen Term auch für einen nicht-linearen Einfluss der Personalabbauquote kontrolliert. Dabei wurde deutlich, dass sich insgesamt die Ergebnisse wenig sensitiv hinsichtlich der Verwendung eines nicht-linearen Terms erweisen.
- 12 Wie Tabelle 8 zu entnehmen ist, weisen die Mittelwerte und Mediane eine zum Teil große Differenz zueinander auf, was auf das Vorhandensein von Ausreißern hindeutet. Aus diesem Grund wird in diesem Abschnitt ausschließlich die Entwicklung der Mediane betrachtet.

Literaturverzeichnis

- Abowd, J.M./Milkovich, G.T./Hannon, J.M. (1990): The effects of human resource management decisions on shareholder value. In: *Industrial and Labor Relations Review* 43 (3), S. 203S-236S.
- Abraham, S.E. (2004): Layoff announcements and employment guarantee announcements: How do shareholders respond? In: *International Journal of Manpower* 25 (8), S. 729-740.
- Airlines for America. (2012): Quarterly cost index: U.S. passenger airlines, retrieved 30.01.2013. From <http://www.airlines.org/Pages/A4A-Quarterly-Cost-Index-U.S.-Passenger-Airlines.aspx>
- Audretsch, D.B./Keilbach, M. (2008): Resolving the knowledge paradox: Knowledge-spillover entrepreneurship and economic growth. In: *Research Policy* 37 (10), S. 1697-1705.
- Ball, R./Brown, P. (1968): An empirical evaluation of accounting income numbers. In: *Journal of Accounting Research* 6 (2), S. 159-178.
- Barber, B.M./ Lyon, J.D. (1997): Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. In: *Journal of Financial Economics* 43, S. 341-372.
- Belobaba, P./Odoni, A. (2009): Introduction and overview. In: Belobaba, P./Odoni, A./Barnhardt, O.B. (Hrsg.): *The global airline industry*. Chirchester, S. 1-17.
- Billger, S.M./Hallock, K.F. (2005): Mass layoffs and CEO turnover. In: *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society* 44 (3), S. 463-489.

Blackwell, D.W./Marr, M.W./Spivey, M.F. (1990): Plant-closing decisions and the market value of the firm. In: *Journal of Financial Economics* 26 (2), S. 277-288.

Boehmer, E./Musumeci, J./Poulsen, A.B. (1991): Event-study methodology under conditions of event-induced variance. In: *Journal of Financial Economics* 34, S. 253-272.

Brown, S.J./Warner, J.B. (1980): Measuring security price performance. In: *Journal of Financial Economics* 8 (3), S. 205-258.

Chalos, P./Chen, C.J.P. (2002): Employee downsizing strategies: Market reaction and post announcement financial performance. In: *Journal of Business Finance & Accounting* 29, S. 847-870.

Capelle-Blancard, G./Tatu, D. (2012): Stock market reaction to layoff announcements: European evidence (2002-2010). Université de Paris.

Clarenbach, L./Davies, W. (2001): Market perception of layoffs: Investor re-evaluation. Université de Lausanne. Lausanne.

Collett, N. (2004): Shareholders and employees: The impact of redundancies on key stakeholders. In: *Business Ethics: A European Review* 13 (2-3), S. 117-126.

Dauth, T. (2012): Die Internationalität von Top-Managern. Wiesbaden.

Elayan, F.A./Swales, G.S./Maris, B.A./Scott, J.R. (1998): Market reactions, characteristics, and the effectiveness of corporate layoffs. In: *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (3-4), S. 329-351.

Fama, E.F./Fisher, L./Jensen, M.C./Roll, R. (1969): The adjustment of stock prices to new information. In: *International Economic Review* 10 (1), S. 1-21.

Farber, H.S./Hallock, K.F. (2009): The changing relationship between job loss announcements and stock prices: 1970-1999. In: *Labour Economics* 16 (1), S. 1-11.

Filbeck, G./Webb, S.E. (2001): Information asymmetries, managerial ownership, and the impact of layoff announcements on shareholder wealth. In: *Quarterly Journal of Business and Economics* 40, S. 31-47.

Fiori, G./Nicoletti, G./Scarpetta, S./Schiantarelli, F. (2012): Employment effects of product and labour market reforms: Are there synergies?. In: *Economic Journal* 122 (558), S. F79-F104.

Freeman, S.J./Cameron, K.S. (1993): Organizational downsizing: A convergence and reorientation framework. In: *Organization Science* 4 (1), S. 10-29.

Gerpott, T.J. (2007): Bewertung von Personalabbauprogrammen aus Aktionärssicht – Eine Bestandsaufnahme der empirischen Ereignisstudien-Forschung. In: *Journal für Betriebswirtschaft* 57 (1), S. 3-35.

Gerpott, T.J./Jakopin, N.M. (2006): Aktienmarktreaktionen auf internationale Markterschließungsmaßnahmen von Mobilfunknetzbetreibern. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 76 (10), S. 1067-1103.

- Gittell, J.H./Cameron, K./Lim, S./Rivas, V. (2006): Relationships, layoffs, and organizational resilience: Airline industry responses to september 11. In: *Journal of Applied Behavioral Science* 42, S. 300-329.
- Goins, S./Gruca, T.S. (2008): Understanding competitive and contagion effects of layoff announcements. In: *Corporate Reputation Review* 11 (1), S. 12-34.
- Goodman, C.J. (2008): Takeoff and descend of airline employment. In: *Monthly Labor Review* 131, S. 3-16.
- Gunderson, M./Verma, A./Verma, S. (1997): Impact of layoff announcements on the market value of the firm. In: *Relations Industrielles* 52 (2), S. 364-381.
- Hahn, T./Reyes, M.G. (2004): On the estimation of stock market reaction to corporate layoff announcements. In: *Review of Financial Economics* 13, S. 357-370.
- Harvey, G./Turnbull, P. (2009): The impact of the financial crisis on labour in the civil aviation industry. International Labour Organization. Genf. Retrieved from http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_dialogue/---sector/documents/publication/wcms_161566.pdf.
- Hillier, D./Marshall, A./McColgan, P./Werema, S. (2007): Employee layoffs, shareholder wealth and firm performance: Evidence from the UK. In: *Journal of Business Finance & Accounting* 34 (3-4), S. 467-494.
- Iqbal, Z./Shekar, S. (1995): Layoffs, stock price, and financial condition of the firm. In: *Journal of Applied Business Research* 11 (2), S. 67-72.
- Johnson, N. (1978): Modified t tests and confidence intervals modified for asymmetrical populations. In: *Journal of the American Statistical Association* 73 (363), S. 536-544.
- Knauer, T./Lachmann, M. (2011): Kapitalmarktreaktionen auf Personalabbauprogramme: Welchen Einfluss haben Motiv, Umfang und Freiwilligkeit? In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 81 (10), S. 1109-1140.
- Lee, P.M. (1997): A comparative analysis of layoff announcements and stock price reactions in the United States and Japan. In: *Strategic Management Journal* 18 (11), S. 879-894.
- Lin, J.-C./Rozeff, M. (1993): Capital market behavior and operational announcements of layoffs, operation closings, and pay cuts. In: *Review of Quantitative Finance and Accounting* 3 (1), S. 29-45.
- Lyon, J.D./Barber, B.M./Tsai, C.-L. (1999): Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns. In: *Journal of Finance* 54 (1), S. 165-201.
- McKnight, P./Lowrie, A./Coles, C. (2002): Investor reactions, social implications and layoff announcements in the UK: A comparison between periods. In: *Journal of Management and Governance* 6 (1), S. 83-100.
- Merkert, R./Morrell, P.S. (2012): Mergers and acquisitions in aviation – Management and economic perspectives on the size of airlines. In: *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review* 48 (4), S. 853-862.

- Neus, W./Walter, A. (2009): Kursgewinne durch Entlassungspläne? Erste Ergebnisse aus Deutschland. In: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 10 (1), S. 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. In: *Strategic Management Journal* 25 (11), S. 1121-1129.
- o.V. (2013a): Konzernumbau: Telekom baut 1200 Jobs in Deutschland ab. In: Spiegel Online. <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/deutsche-telekom-will-bis-zu-1200-jobs-ab-bauen-a-878058.html>. 17.01.2013.
- o.V. (2013b): Lufthansa schließt Standorte Köln und Norderstedt. In: Die Welt. <http://www.welt.de/113771116>. 20.02.2013.
- Schmalz, M.C. (2013): *Managing human capital risk*. Arbeitspapier. Princeton University. Princeton, N.J.
- Seligson, D. (2013): *Civil aviation and its changing world of work*. International Labour Organization. Genf. Retrieved from http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/-ed_dialogue/-sector/documents/meetingdocument/wcms_201282.pdf.
- Traxler, F. (2010): *Representativeness of the European social partner organisations: Civil aviation*. European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions. Dublin. Retrieved from <http://www.eurofound.europa.eu/docs/eiro/tn0809027s/tn0809027s.pdf>.
- Turnbull, P./Blyton, P./Harvey, G. (2004): Cleared for take-off? Management-labour partnership in the European civil aviation industry. In: *European Journal of Industrial Relations* 10 (3), S. 287-307.
- Vasigh, B./Tacker, T./Fleming, K. (2008): *Introduction to air transport economics: From theory to applications*. Aldershot.
- Vu, J. (2012): *UK's stock market reactions to layoff announcements*. eBookIt.com.
- Wang, Y.S. (2011): The impact of crisis events on the stock returns volatility of international airlines. In: *Service Industries Journal* 31 (12), S. 1-12.
- Wasmer, E. (2002): *Interpreting Europe and US labor markets differences: The specificity of human capital investments*. IZA Discussion Paper. Bonn.
- Wertheim, P./Robinson, M. (2000): The effect of a firm's financial condition on the market reaction to company layoffs. In: *Journal of Applied Business Research* 16 (4), S. 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. In: *Journal of Applied Business Research* 20 (1), S. 51-62.
- White, H. (1980): A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. In: *Econometrica* 48, S. 817-838.

Worrell, D.L./Davidson, W.N./Sharma, V.M. (1991): Layoff announcements and stockholder wealth. In: *Academy of Management Journal* 34 (3), S. 662-678.

Robert Fraunhofer, M. Sc., MBA
Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
Technische Universität Darmstadt
Hochschulstraße 1, D-64289 Darmstadt
fraunhofer@bwl.tu-darmstadt.de

Jun.-Prof. Dr. Mark Mietzner
Juniorprofessur für Finanzierung
Friedrichshafener Institut für Familienunternehmen (FIF)
Am Seemooser Horn 20, D-88045 Friedrichshafen/Bodensee
mark.mietzner@zu.de

Prof. Dr. Dirk Schiereck
Fachgebiet Unternehmensfinanzierung
Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
Technische Universität Darmstadt
Hochschulstraße 1, D-64289 Darmstadt
schiereck@bwl.tu-darmstadt.de

Yann Schneider, M. Sc.
Fachbereich Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
Technische Universität Darmstadt
Hochschulstraße 1, D-64289 Darmstadt
schneider.yann@googlemail.com