

Sascha L. Schmidt · Patrick Vogt · Svante Schriber

Ansätze und Ergebnisse anglo-amerikanischer M&A-Forschung

Eingegangen: 16. August 2004 / Angenommen: 20. Juli 2005

© Wirtschaftsuniversität Wien, Austria 2005

Zusammenfassung In dem vorliegenden Review etablierter U.S. Management Journals (1995–2003) und Standardwerke werden zunächst sechs Denkschulen innerhalb der anglo-amerikanischen M&A-Forschung identifiziert: „Capital Market“, „Principal Agent“, „Industrial Organization“, „Organizational Behavior“, „Human Resources“ und „Strategic Management“. Die einzelnen Denkschulen werden hinsichtlich ihres Verständnisses von M&A-Erfolg untersucht. Zudem werden wesentliche empirische Studienergebnisse und -erkenntnisse diskutiert. Es zeigt sich, dass empirische Studien ihren Fokus auf die Erfolgswirksamkeit des Kombinationspotentials von Fusionspartnern, auf die Bedingungen und Umstände von Vertragsverhandlungen sowie auf das Integrationsmanagement richten. Allerdings liegen aus heutiger Sicht insgesamt kaum verlässliche und eher widersprüchliche Erklärungen für M&A-Erfolg vor. Auf Basis des aktuellen Stands der anglo-amerikanischen M&A-Forschung werden schließlich Implikationen für die M&A-Praxis abgeleitet, bestehende Forschungslücken aufgezeigt und Anregungen für zukünftige Forschungsanstrengungen gegeben.

Schlüsselwörter Mergers & Acquisitions · M&A-Erfolg · M&A-Forschung · M&A-Prozess

S.L. Schmidt (✉)

European Business School, Oestrich-Winkel/Institut für Betriebswirtschaft, Universität St. Gallen, Dufourstrasse 40a, CH-9000 St. Gallen, Schweiz

E-mail: sascha.schmidt@unisg.ch

P. Vogt

Media and Communications Management Institute, Universität St. Gallen, Blumenbergplatz 9, CH-9000 St. Gallen, Schweiz

E-mail: patrick.vogt@unisg.ch

S. Schriber

Stockholm School of Economics, Salmtärgatan 13–17, 113 83 Stockholm, Schweden

E-mail: svante.schriber@hhs.se

Abstract Based on a review of established U.S. management journals (1995–2003), six schools of thought are identified within the Anglo-American M&A research: “Capital Market”, “Principal/Agent”, “Industrial Organization”, “Organizational Behavior”, “Human Resources” and “Strategic Management”. The literature review shows that the definition of M&A success, the methods applied, and insights from empirical research differ according to the respective school of thought. Empirical studies focus on the resource combinations of merger partners, the specific circumstances of merger negotiations, and on integration management as antecedents of merger performance. Unfortunately, empirical findings have not yet provided reliable explanations for M&A success. Based on the current state of Anglo-American M&A research, the authors discuss implications for business practice, identify research gaps, and propose areas for future research.

Keywords Mergers & Acquisitions · M&A performance · M&A research · M&A process

JEL classifications G34 · M10

1 Einleitung

Mit zunehmender Verbesserung der operativen Leistungsfähigkeit sind Mergers und Acquisitions (M&A) wieder vermehrt ins Zentrum strategischer Überlegungen von Unternehmen gerückt. Insbesondere in Branchen mit hohem Konsolidierungspotential (z.B. Pharma, Finanzdienstleistungen) zeichnet sich der Beginn einer neuen Mergerwelle ab. Der bevorstehende Boom allein bietet schon Anlass genug, sich zu fragen, wo die M&A-Forschung heute steht und welche Lehren aus früheren Entwicklungen gezogen werden können. Insbesondere innerhalb der neueren anglo-amerikanischen Managementforschung hat ungeachtet rückläufiger M&A-Volumen der letzten Jahre eine zunehmende theoretische und empirische Auseinandersetzung mit M&As stattgefunden. Neben einer Vielzahl an Veröffentlichungen haben sich wissenschaftliche Konferenzen und Gesprächskreise zum Thema M&A etabliert.¹

Ziel dieses Beitrags ist es, einen Überblick über die vielfältigen Ansätze innerhalb der M&A-Forschung zu geben. Dazu werden in einem ersten Schritt anhand der zentralen Fragestellungen, Grundannahmen, Erfolgsmaßstäbe und der verwendeten Untersuchungsmethoden sechs M&A-Denkschulen unterschieden und einer vergleichenden Kritik unterzogen. Sodann werden die Ergebnisse der M&A-Studien hinsichtlich der von ihnen herausgearbeiteten Einflussfaktoren für M&A-Erfolge analysiert und den einzelnen Denkschulen zugeordnet. Neben der Aufarbeitung des „State of the art“ der M&A-Forschung zeigt der Beitrag bestehende Forschungslücken bzw. zukünftige Forschungsfelder auf und schafft damit einen Ausgangspunkt für weiterführende und vertiefende Forschungsanstrengungen.

Das Thema M&A wird von unterschiedlichen Wissenschaftsdisziplinen mit unterschiedlichen Perspektiven und Grundannahmen behandelt, so dass es im Rahmen eines Überblicksartikels sinnvoll ist, ausgewählte Bereiche zu fokussieren. Deshalb konzentriert sich dieser Beitrag auf Artikel aus ausgewählten Manage-

¹ Siehe z.B. „SMS Mini-Conference M&A Summit 2002“, oder die IASTED „International Conference on Alliances, Mergers and Acquisitions“ 2003, 2004.

mentzeitschriften, Standardwerke wie z.B. Haspeslagh und Jemison (1991) oder Ravenscraft und Scherer (1987) und häufig zitierte Grundlagenartikel (z.B. Amihud und Lev 1981; Buono und Bowditch 1989; Jensen und Meckling 1976) der M&A Forschung. Einbezogen werden im Wesentlichen Studien, welche in ausgewählten Fachzeitschriften im Zeitraum von 1995 bis 2003 veröffentlicht wurden. Als Startpunkt des Betrachtungszeitraums wurde die Mitte der 90er Jahre gewählt, da es zwischen 1994 und 1995 zu einer annähernden Verdoppelung des weltweiten M&A-Volumens kam, welcher sich auch nach den Internetboomjahren auf vergleichbarem Niveau bis 2003 stabilisieren konnte.² Damit wurden vor allem Erkenntnisse aus der letzten großen Mergerwelle einbezogen.

Aufgrund der großen Anzahl verfügbarer M&A-Studien beschränkt sich die Auswahl der analysierten Publikationen zudem auf betriebswirtschaftlich ausgerichtete Journals ohne spezifischen funktionalen Schwerpunkt. So finden z.B. finanziökonomische Publikationen (wie z.B. Journal of Finance, Journal of Financial and Quantitative Analysis) trotz ihrer zweifelsfrei wertvollen Beiträge zum Thema M&A keine Berücksichtigung. Mit der weiteren Fokussierung auf US-amerikanische Zeitschriften, d.h. auf anglo-amerikanische Forschungsanstrengungen, werden jedoch Richtungweisende europäische und grenzüberschreitende Untersuchungen nicht ausgeschlossen, sondern mit berücksichtigt.

Insgesamt wurden 98 M&A-spezifische Beiträge³ aus zehn Fachzeitschriften in den Literaturreview einbezogen, welche von der Academy of Management als „major journals that are outlets for researchers in Strategic Management“ (AoM BPS Division 2003, S. 1) bezeichnet wurden und bei einer Recherche mit Hilfe der Datenbank EBSCOhost (Suchbegriffe: M&A, Merger, Acquisition, Takeover) eine relativ hohe Anzahl von M&A-relevanten Beiträgen im Betrachtungszeitraum aufwiesen. Beim gewählten Vorgehen wurden Vorteile der Fokussierung denen einer breiteren Abstützung vorgezogen. In weiteren Arbeiten wäre es aber wünschenswert, die europäisch geprägte M&A-Forschung einer ähnlichen Analyse zu unterziehen, um Gemeinsamkeiten und Unterschiede zur US-amerikanischen Literatur herauszuarbeiten.

Im Folgenden werden zunächst sechs Denkschulen innerhalb der angloamerikanischen M&A-Forschung voneinander abgegrenzt und die jeweils zugrunde liegenden Annahmen, Untersuchungsgegenstände und verwendeten Methoden erläutert. Im nächsten Abschnitt werden dann die einzelnen Denkschulen hinsichtlich ihres Verständnisses von M&A-Erfolg untersucht. Zudem werden wesentliche empirische Studienergebnisse und -erkenntnisse einer vergleichenden Analyse unterzogen und den jeweiligen Denkschulen zugeordnet. Schließlich werden Schlussfolgerungen aus dem Literaturreview gezogen und Implikationen für die Unternehmenspraxis und weitere Forschungsbemühungen abgeleitet.

² Gemäß Thomson Financial Services erhöhte sich das weltweite M&A-Volumen zwischen 1994 und 1995 von USD 590 Mrd. auf USD 980 Mrd. Nach einem weiteren starken Anstieg während der Internet Boomjahre und dem anschließenden Niedergang lag das weltweite M&A-Volumen in 2002 dann schließlich wieder bei ca. USD 1000 Mrd. – also auf vergleichbarem Niveau wie 1995 (siehe Thomson Financial Services, 2003).

³ Die jeweilige Anzahl der M&A-Publikationen betrug (in Klammern): Academy of Management Executive (12), Academy of Management Journal (4), Academy of Management Review (1), Administrative Science Quarterly (4), Harvard Business Review (30), Journal of Management (4), Journal of Management Studies (7), Management Science (4), Organization Science (5), und Strategic Management Journal (27).

2 Denkschulen in der M&A-Forschung

Gemäß ihren zentralen Fragestellungen und Grundannahmen sowie im Blick auf die angewandte Forschungsmethodik werden sechs Denkschulen innerhalb der anglo-amerikanischen M&A-Forschung identifiziert: „Capital Market“, „Principal Agent“, „Industrial Organization“, „Organizational Behavior“, „Human Resources“ und „Strategic Management“ (siehe Tabelle 1).

Die hier vorgenommene Klassifizierung der Forschungsanstrengungen nach Denkschulen erhebt nicht den Anspruch einer überschneidungsfreien, trennscharfen Abgrenzung. Es sind natürlich Alternativabgrenzungen denkbar, die jedoch im Rahmen dieses Beitrags nicht näher diskutiert werden. Die Klassifizierung der Forschungsanstrengungen in Denkschulen zielt lediglich darauf ab, einen ersten, vereinfachten Überblick zu vermitteln.

Der überwiegende Teil der Forschungsarbeiten im angelsächsischen Raum ist der „Capital Market School“ (CMS) zuzuordnen. Sie untersucht vorrangig die finanziökonomischen Auswirkungen von M&A auf den Marktwert der beteiligten Unternehmen. Dabei steht die Frage im Mittelpunkt, wie der Kapitalmarkt auf einen Unternehmenszusammenschluss reagiert. Untersucht wird dem entsprechend vor allem die Frage, ob und in welchem Ausmaß Mehrwerte erzielt werden können und wie sich diese Mehrwerte auf Käufer- und Zielunternehmen verteilen. Mehrwert spiegelt sich für die CMS in einer höheren Marktkapitalisierung wider, welche das Resultat erwarteter zukünftiger Cash Flows ist. Von einem Beitrag der M&A-Transaktion zur Wertschöpfung wird jeweils dann ausgegangen, wenn der Marktwert nach der Fusion höher liegt als der kumulierte Wert der Einzelunternehmen. Als Maßstab für die Wertsteigerung wird dabei die „abnormale Rendite“ (*abnormal return*), d.h. die Differenz zwischen der Rendite einer Aktie und der Rendite, welche durch ein ökonomisches Gleichgewichtsmodell postuliert wird, verwendet.

Die CMS untersucht M&A mittels so genannter Ereignisstudien (*Event Studies*)⁴. M&A werden wenige Tage vor und nach der Transaktion betrachtet. Der Beobachtungszeitraum wird dabei bewusst kurz gewählt, um kontextuelle Faktoren, sowie Konjunkturschwankungen, möglichst auszuschließen. Es wird dabei vorausgesetzt, dass die Strategie einer Unternehmung voraussehbar ist und damit die aus M&A zu erwartenden Cash Flows *ex ante* quantifiziert werden können.

Die Untersuchungen der CMS basieren folglich auf der Grundannahme eines rational ausgerichteten Kapitalmarktes mit rationalem Anlegerverhalten sowie Arbitragefreiheit (Campbell, Lo und McKinlay 1997). Sie setzen also voraus, dass Anleger jederzeit alle verfügbaren Informationen über Chancen und Risiken der Unternehmung auswerten und den Barwert zukünftiger Erträge sachgerecht abschätzen können (Haspeslagh und Jemison 1991, S. 249). Aus Sicht der CMS kann auch dann Wert generiert werden, wenn die Transaktion für einen Käufer wertneutral ist und lediglich für den Verkäufer einen Wertzuwachs bedeutet, weil sie insgesamt die soziale Wohlfahrt erhöht (Haspeslagh und Jemison 1991, S. 293).

Trotz der bekannten Kritik an den Annahmen eines streng rationalen Kapitalmarktes und geäußerten Bedenken über die Voraussagekraft von Mergerintegrationseffekten auf den Unternehmenserfolg zeigt die CMS klare Stärken. Im Vergleich zu anderen Methoden besteht der Vorteil von CMS Ansätzen darin, dass

⁴ Siehe z.B. Ereignisstudien von Finkelstein und Halebian (2002), Hayward (2002).

Tabelle 1 Zusammenfassender Überblick über anglo-amerikanische M&A-Forschung

Denkschule	Annahmen	Untersuchungsgegenstand	Methode	Empirische Studien (Beispiele)	Erfolgsmaßstab
Capital Market School (CMS)	Effizienter Kapitalmarkt mit rationalem Anlegerverhalten und Arbitragefreiheit. Aus M&A generierte Cash Flows sind ex ante quantifizierbar	Reaktion des Kapitalmarktes nach Ankündigung einer M&A-Transaktion	Ergebnisstudien über Kapitalmarktentwicklung der beteiligten Unternehmen unter Minimierung kontextueller Effekte	Rovit und Lemire 2003; Finkelstein und Halebian 2002; Beckman und Hunschild 2002; Hayward 2002; Halebian und Finkelstein 1999; Rappaport und Sirower 1999; Loughran und Vijn 1997	Abweichung von der bisherigen Entwicklungslinie des Börsenwertes (bezogen auf den Wert der Einzelunternehmungen und den kumulierten Wert)
Principal Agent School (PAS)	Riskaversión und begrenzte Rationalität des Individuums. Organisationen sind geprägt durch Interessendifferenzen zwischen Management und Eigentümern, die aus Sicht der Eigentümmer zu suboptimalen M&A führen können	Verhalten, Entscheidungen und Motivation der Manager und Eigentümer im Verhältnis zur Wertentwicklung der Unternehmen	Überwiegend Ereignisstudien zur Gestaltung von Anreizsystemen/ Personalentscheidungen im Management im Verhältnis zur Gewinnerwartung der Eigentümer und der Erzielung von Gewinnen	Chatterjee et al. 2003; Wright, Kroll, Lado et al. 2002; Wright, Kroll und Elenkov 2002; Wright, Kroll, Toombs et al. 1997; Hayward und Hambrick 1997	In Börsenwerten und Buchhaltungsdaten zum Ausdruck kommende Wertveränderungen
Industrial Organization School (IOS)	Erhöhte Effizienz in der Nutzung der durch M&A zusammengeführten Ressourcen wird aufgrund unvollständiger Information durch Insider und irrationalem Anlegerverhalten nur bedingt vom Kapitalmarkt reflektiert	Entwicklung von Ressourcen/Kompetenzen im Rahmen von M&A	Analysen von abgeschlossenen M&A-Transaktionen bzgl. der Entwicklungen im Bereich Renten/Marktstellung (Absatz wie Beschaffung)/Preis- u. Mengeneffekte anhand von Jahresabschlüssen/ Buchhaltungsdaten	Seth, Song et al. 2002; Lubatkin und Schulze 2001; Ahuja und Katila 2001; Lubatkin, Srinivasan et al. 1997; Hayward und Hambrick 1997	Gesellschaftlicher Mehrwert in Form von Synergieeffekten/effizienterem Ressourceneinsatz im Vergleich zu „Peer-Groups“

Tabelle 1 Fortsetzung

Denkschule	Annahmen	Untersuchungsgegenstand	Methode	Empirische Studien-Beispiele)	Erfolgsmaßstab
Organizational Behavior School (OBS)	Begrenzte Rationalität des Individuums. Kultureller und organisationaler Fit, Integrationsgestaltung sowie Persönlichkeitsmerkmale des Managements üben Einfluss auf M&A-Erfolg aus	Auswirkungen von Unternehmenskulturen, Managementstilen und Integrationsmaßnahmen auf M&A-Transaktionen	Qualitative Longitudinalstudien zu Wettvorstellungen, Erfahrungen u. Fähigkeiten der Entscheidungsträger bzw. daraus resultierenden Konflikten/Lösungen	Vaara 2003; Meyer und Lieb-Doczy 2003; Vermeulen und Barkema 2001; Ghemawat und Ghadar 2000; Birkinshaw et al. 2000; Larsson und Finkelstein 1999; Very und Lubatkin 1997; Weber und Shenkar 1999	Grad der Übereinstimmung/Divergenz im Vergleich zur M&A-Wertschöpfung
Human Resources School (HRS)	M&A-Transaktionen belasten die betr. Mitarbeiter, ihre Motivation, ihre Bereitschaft zum Wissenstransfer und damit den Integrationserfolg	Einfluss von Integrationsmaßnahmen auf Motivation von Mitarbeitern	Retrospektive Interviewstudien, Befindlichkeit und Motivation von entscheidenden Mitarbeitern	Ranft und Lord 2002; Krug und Hegarty 2001; Berg 2001; Chaudhuri und Tabrizi 1999; Lubatkin, Schweiger et al. 1999; Gifford 1998; Krishnan und Miller 1997; Krug und Hegarty 1997	Abbau von belastenden Faktoren/Aufbau von Motivation zur Unterstützung der M&A-Transaktion
Strategic Management School (SMS)	Integrationsleistungen sind vom Management abhängig und können nicht vom Kapitalmarkt antizipiert werden	Einfluss von Ressourcenkombination und Integrationsmanagement auf Wettbewerbsposition des fusionierten Unternehmens	Analyse strategischer Entscheidungen des Managements vor und nach der Integrationsphase	Croyle und Kager 2002; Hitt et al. 2001; Marks und Mirvis 2001; Ashkenas und Francis 2000; Capron 1999; Capron, Dussage und Mitchell 1998; Ashkenas et al. 1998; Capron und Mitchell 1998; Ramaswamy 1997	Nachhaltig gesicherte Wertgenerierung und Wettbewerbsposition des fusionierten Unternehmens nach Maßgabe der Buchhaltungsdaten

grundständliche methodische Probleme der M&A-Forschung mit kontrafaktischen Vergleichen (was wäre geschehen, wenn sich die Unternehmen nicht zusammengeschlossen hätten?) sowie Endogenitätsproblemen (fragwürdige Kausalität zwischen der Entscheidung zu fusionieren und den Fusionseffekten auf den Unternehmenserfolg) statistisch dargestellt und analysiert werden können.

Die Arbeiten der „Principal Agent School“ (PAS) betrachten die Beziehung zwischen Manager und Eigentümer und thematisieren Wirkungsweisen des so genannten „Market of Corporate Control“.⁵ Die PAS geht von der Annahme aus, dass Manager (Agenten) im Rahmen eines Unternehmungszusammenschlusses auch Eigeninteressen verfolgen, die nicht mit den Zielen des Eigentümers (Prinzipal) in Einklang stehen müssen (Jensen und Meckling 1976). So dient Managern vielfach z.B. die Steigerung der Unternehmensgröße zur Erhöhung der eigenen Bezüge (Schmidt und Fowler 1990), die Diversifikation des Geschäfts zur Reduktion des eigenen Anstellungsrisikos (Amihud und Lev 1981). Dies muss nicht gleichzeitig den Interessen der Aktionäre dienen, sondern kann ihnen gelegentlich sogar erheblich schaden. Insofern werden in der PAS die Motive von Prinzipal und Agenten für M&A-Transaktionen hinterfragt. Dabei wird untersucht, inwiefern M&A mit dem Ziel von erhöhter Gewinn generierung für die Eigentümer, oder vielmehr durch Machtstreben der Manager durchgeführt werden. Die PAS befasst sich ferner mit den Gestaltungsmöglichkeiten (z.B. Corporate Governance Strukturen) zur Lösung dieser Interessenkonflikte (Chatterjee, Harrison und Bergh 2003; Wright, Kroll und Elenkov 2002).

Ähnlich wie bei der CMS bilden Ereignisstudien die bevorzugte Methode der PAS. Dabei gilt die Aufmerksamkeit nicht zuletzt der Frage, wie Management Teams ihr Verhalten nach Übernahmeversuchen verändern (Chatterjee, Harrison und Bergh 2003) und wie bei M&A-Transaktionen durch die Beseitigung von Ineffizienzen Wertsteigerungen am Kapitalmarkt erzielt werden können, wie dies z.B. der Fall ist, wenn durch den Austausch ineffizienter Manager oder Managementteams Mehrwerte generiert werden.

Da für die PAS die Beziehung Eigentümer–Manager im Zentrum des Forschungsinteresses steht, gilt hier vor allem die Übereinstimmung zwischen den Wünschen der Eigentümer und den Aktivitäten der Manager als Ursache des Erfolgs. Dabei wird der Erfolg selbst – ähnlich wie bei der CMS – an der Steigerung des Aktienwertes gemessen. Zudem werden aber auch Analysen auf Basis von Buchhaltungsdaten durchgeführt (Gugler et al. 2003). Methodologisch wird im Rahmen der PAS versucht, zwischen den vom Markt erwarteten Effizienzsteigerungen aufgrund eines Managementaustausches und anderen Effekten zu trennen. Dabei werden positive Werteffekte des Managementwechsels nach einem M&A isoliert als Erfolg definiert.

Die Vertreter der „Industrial Organization School“ (IOS) können für sich das Verdienst in Anspruch nehmen, dass auf sie die ersten wissenschaftlichen Beiträge zum Verständnis von M&As zurückgehen. Industrieökonomen der IOS beschäftigen sich schwerpunktmäßig mit der Frage, inwieweit durch M&As Ressourcen gesamtwirtschaftlich effizienter eingesetzt werden können. Nach Auffassung der Vertreter der IOS bietet allerdings der Kapitalmarkt keine zuverlässigen Anhaltspunkte für Transaktionserfolge, weil für sie die für die Gesellschaft insgesamt bzw. für die Gesamtheit der Konsumenten erzielte Wohlfahrtssteige-

⁵ Als erste Proponenten der PAS gelten Manne (1965), Marris (1963), Mueller (1969).

rung den entscheidenden Erfolgsmaßstab darstellt. Erst in zweiter Linie werden Wohlstandseffekte für unmittelbar betroffene Aktionäre thematisiert. Diese Methode setzt also nicht wirklich effiziente Kapitalmärkte voraus. Aus Sicht der IOS wird nämlich der Kapitalmarkt Transaktionen auch dann positiv beurteilen, wenn sie aus gesamtwirtschaftlicher Sicht effektiv Werte vernichten. Die Vertreter der IOS interessiert dagegen, ob und inwieweit durch M&A insgesamt positive Wohlfahrtseffekte erzielt und wie Gewinne dann zwischen Gesellschaft und Unternehmung verteilt werden (Froeb und Werden 1998; Nilssen und Sørgard 1998).

Während die PAS auf das Management von Ressourcen fokussiert, geht es in der IOS um die Ressourcen selbst, was methodologische Folgen hat. Als Maßstab für den Erfolg einer M&A-Transaktion wird innerhalb der IOS die Wertsteigerung von Ressourcen durch die Fusion im Vergleich zur Aufrechterhaltung zweier unabhängiger Firmen angelegt. So wird untersucht, wie sich die Ressourcen eines Unternehmens im Vergleich zu gleichartigen Firmen tatsächlich entwickelt haben bzw. wie sich dasselbe Unternehmen – alternativ zum Zusammenschluss – als selbstständige Einheit (hypothetisch) weiterentwickelt hätte. Eine Transaktion wird insbesondere dann als erfolgreich bewertet, wenn durch sie gesellschaftliche Mehrwerte – beispielsweise in Form von Preis- oder Mengeneffekten – geschaffen werden (Mueller 1995, S. 33). Im Unterschied zu der CMS werden die Renditen jeweils auf der Grundlage von Jahresabschlüssen berechnet, wobei versucht wird, externe Effekte wie beispielsweise veränderte Buchhaltungs- und Bewertungsmethoden weitgehend auszuschließen (Ravenscraft und Scherer 1987, S. 12). Die Verwendung von Buchhaltungsdaten gegenüber rein kapitalmarktorientierten Methoden wie Ereignisstudien bieten zwar Vorteile, da z.B. nicht börsennotierte Firmen oder einzelne Geschäftsbereiche einer börsennotierten Firma im Hinblick auf eine M&A-Transaktion analysiert werden können. Auf der anderen Seite muss bei der Verwendung von spezifischen Buchführungsdaten jedoch in Kauf genommen werden, dass nicht das Gesamtbild einer Firma inklusive Marktrisiko abgebildet wird (Lubatkin und Shrieves 1986, S. 499).

Bewertet werden M&A-Transaktionen im Rahmen von IOS-Untersuchungen ex post, das bedeutet, dass auch die Integrationsleistung mit in die Beobachtung einfließt (Lubatkin et al. 2001; Ravenscraft und Scherer 1987). In diesem Zusammenhang untersuchen die Vertreter der IOS Synergien, welche durch eine M&A-Transaktion realisiert werden. Mögliche Synergiequellen erschließen sich durch Ausnutzung von Effizienzvorteilen wie Skaleneffekte („Economies of Scale“), Verbundeffekte („Economies of Scope“) oder die Herbeiführung von Ineffizienzen außerhalb der Unternehmung (Baumol, Panzar und Willig 1982; Scherer und Ross 1990; Teece 1980). Letztere können durch Ausübung von Marktmacht auf Absatz- sowie Beschaffungsmärkten realisiert werden. Ein bedeutendes Problem besteht allerdings darin, dass für diesen kontrafaktischen Vergleich möglichst relevante „Peer Groups“ gefunden werden, die den untersuchten Unternehmen in den relevanten Dimensionen ähnlich sind und deshalb einen gerechten Vergleich ermöglichen (Bild 1998, S. 150).

Die „Organizational Behavior School“ (OBS) betrachtet M&A-Transaktionen primär aus organisationaler und kultureller Perspektive. Hier steht die Integrationsphase selbst im Fokus des Interesses. Im Gegensatz zu den dargestellten IOS-Ansätzen untersuchen Vertreter der OBS auch nicht die gesamtwirtschaftliche Effizienz von M&A-Transaktionen. Sie konzentrieren sich vielmehr auf die

Frage, warum und unter welchen Umständen M&As auf der Ebene der Gesamtunternehmung erfolgreich sind bzw. welche Faktoren für die Realisierung der jeweils angestrebten Synergie-Effekte ausschlaggebend sind. Im Mittelpunkt des Interesses steht dabei die Frage nach der Übereinstimmung der Kulturen der beteiligten Unternehmungen sowie nach der Verhaltenskonkordanz der einzelnen Gruppen von Entscheidungsträgern (Buono und Bowditch 1989; Krishnan, Miller und Judge 1997; Nahavandi und Malekzadeh 1993; Sales und Mirvis 1984; Vaara 2003).

Vertreter der OBS lassen sich von der Annahme leiten, dass die M&A-Wertschöpfung zum großen Teil vom Integrationserfolg abhängt. Danach bildet eine hohe strukturelle und kulturelle Übereinstimmung der beteiligten Unternehmen die Grundlage für den Erfolg eines Unternehmenszusammenschlusses. Sie wirkt sich nach Auffassung der OBS nicht nur positiv auf die Motivation bestehender Mitarbeiter aus, sondern erleichtert auch die Personalintegration. Ein kultureller und organisatorischer Fit soll danach grundsätzlich die gegenseitige Kommunikation fördern und somit konkret die Einlösung von Synergiepotentialen verbessern (Larsson und Finkelstein 1999).

Das bedeutet umgekehrt, dass nach Auffassung der OBS z.B. kulturelle und organisatorische Divergenzen erhebliche Integrationsprobleme verursachen und die Erfolgsaussichten eines aus Produkt-, Markt- oder Finanzperspektive erfolgversprechenden Zusammenschlusses nachhaltig beeinträchtigen können (Larsson und Finkelstein 1999, S. 6; Olie 1994, S. 364). Vor diesem Hintergrund wird z.B. untersucht, inwieweit unterschiedliche Wertvorstellungen, Eigenschaften, Fähigkeiten und Erfahrungen bei den Entscheidungsträgern Integration und Erfolg einer M&A-Transaktion beeinflussen. Zudem wird untersucht, zu welchen Konflikten es während der Integrationsphase kommen kann und wie diese Konflikte zu kontrollieren und abzuschwächen sind (Buono und Bowditch 1989, S. 163ff.; Ellis 2000, S. 28ff.; Malekzadeh und Nahavandi 1990, S. 56; Schweiger, Ivancevich und Power 1987, S. 130; Weber 1996, S. 1188).

Ein weiteres Forschungsfeld der OBS beschäftigt sich mit der Frage, inwie weit sich Akquisitionserfahrung einer Käuferunternehmung positiv auf den M&A-Erfolg auswirkt. Dadurch rücken auch die beteiligten Akteure, menschliches Verhalten und die Grenzen menschlichen Auffassungsvermögens (March und Simon 1993) in den Blick. Vor diesem Hintergrund bevorzugt die OBS qualitative Longitudinalstudien auf der Basis von Interviews oder direkter Beobachtung. Die Vielfalt der untersuchten Faktoren ermöglicht zwar ein tiefgreifendes Verständnis von Verhaltensprozessen, erschwert jedoch gleichzeitig die Vergleichbarkeit der Resultate (Larsson und Finkelstein 1999; Vaara 2003).

Auch die „Human Resources School“ (HRS) beschäftigt sich mit den eher psychologischen Implikationen von Unternehmenszusammenschlüssen. Hier stehen allerdings die – vorwiegend störenden – Auswirkungen auf die beteiligten Mitarbeiter im Vordergrund. Untersucht werden die Ursachen der bei den Mitarbeitern oft beobachtbaren Phänomene wie Entfremdung, Produktivitätsminde rung, Spannung, Zukunftsangst, Stress oder Vertrauensverlust sowie deren Folgen für den Know-how-Transfer nach einer M&A-Transaktion (Buono, Bowditch und Lewis 1988; Marks und Mirvis 1985; Matteson und Ivancevich 1990; Sutton 1983). Ziel der HRS Studien ist es herauszufinden, wie diese negativen Folgen von M&A für Mitarbeiter vermieden werden können (siehe z.B. Ranft und Lord 2002).

Vertreter der HRS gehen davon aus, dass Mitarbeiter über implizites, nicht kodifiziertes Wissen verfügen, welches sich nicht von selbst oder ohne gezielte Maßnahmen auf die integrierte Einheit überträgt bzw. übertragen lässt. Forschungsbemühungen der HRS konzentrieren sich darauf, wie Mitarbeiter innerhalb der Integrationsphase von Unternehmenszusammenschlüssen für einen Wissenstransfer motiviert werden können. In diesem Zusammenhang werden durch Unternehmenszusammenschlüsse begründete menschliche Probleme identifiziert, aber zugleich auch Methoden entwickelt, die ein faires und konfliktreduzierendes Vorgehen in der Integrationsphase ermöglichen (Birkinshaw, Bresman und Håkansson 2000). Wie bei der OBS verlassen sich Vertreter der HRS vorwiegend auf qualitative Daten aus Interviews. Da M&As meist geheim verhandelt werden, können jedoch Daten für Vergleiche mit der Situation vor einem Zusammenschluss nur retrospektiv erhoben werden. Nachteilig ist hierbei vor allem, dass die Qualität der erhobenen Daten stark von der Erinnerungsfähigkeit oder Ehrlichkeit der interviewten Personen abhängt. Der zeitliche Aufwand, der mit umfangreichen Interviewstudien verbunden ist, führt unvermeidlich zu kleineren Samples und deshalb begrenzten Generalisierungsmöglichkeiten. Jedoch sollten die Stärken von qualitativen Daten nicht vernachlässigt werden, bieten sie doch tiefe Einblicke in die Post-Mergerphase.

Die M&A-Ansätze der „Strategic Management School“ (SMS) sind weniger Ausdruck eines eigenständigen, in sich geschlossenen Konzeptes; sie sind vielmehr überwiegend aus der Kritik an bestehenden Theorien entwickelt worden (Graebner 1999). Sie kombinieren methodologische Elemente unterschiedlicher Forschungsansätze und sind vor allem durch die ressourcenorientierte Strategieliteratur („Resource-based view“) geprägt.

Das zentrale Interesse der SMS gilt den unternehmensinternen Vorgängen während, vor und nach der Integrationsphase. Im Gegensatz zu ökonomischen M&A-Ansätzen, aber ähnlich wie bei der IOS, OBS und HRS, blicken die Vertreter der SMS über die Phase der öffentlichen Ankündigung eines Mergers hinaus. Dies geschieht in der Annahme, dass Leistungseffekte der Integrationsphase nur bedingt antizipiert werden können. Um über Art und Umfang der Wertschöpfung durch M&A Aussagen machen zu können, werden demzufolge auch die Folgewirkungen der Integration mit in die Untersuchung einbezogen.

Bei den SMS-Studien liegt der Fokus auf langfristig wirksamen Maßnahmen, welche dem willentlichen Einfluss des Managements unterliegen (Larsson und Finkelstein 1999, S. 5). Die SMS geht, ähnlich wie die IOS, davon aus, dass der strategische Erfolg von M&A sich nicht in einmaligen, transaktionsbedingten Erlösen widerspiegelt, sondern in einer insgesamt verbesserten Wettbewerbssituation des fusionierten Unternehmens. Allein diese Verbesserung führt letztendlich zu dauerhaft erhöhten Renditen (Haspelagh und Jemison 1991, S. 25). Vertreter der SMS sprechen in diesem Zusammenhang auch von nachhaltiger Wertgenerierung („Value Creation“), die über rein transaktionsbedingte Wertgenerierung durch Ressourcentransfers („Asset Stripping“ oder „Value Capturing“) hinausgeht. Deshalb wird – im Unterschied zur CMS – eine dauerhafte Wertgenerierung nicht a priori durch überlegene Käuferteams in einem effizienten „Market of Corporate Control“ gewährleistet. Erfolgsgrundlage sind vielmehr die strategischen Fähigkeiten und Integrationsleistungen des gesamten Managements (Harding und Yale 2002). Die SMS komplettiert insofern Ansätze der Finanz- und Industrieökonomien, die M&A-Erfolge bezüglich ihrer gesamtwirtschaftlichen Effizienz betrachten, dabei jedoch von der Annahme eines effizienten Kapitalmarktes ausgehen. Demgegen-

über suchen Vertreter der SMS die Ursachen für Erfolgsunterschiede auf der Ebene Gesamtunternehmung. Nach ihrer Auffassung sind nämlich die beteiligten Manager in der Lage, unternehmensspezifische Synergiequellen zu erschließen, welche ein Investor selbst nicht beeinflussen kann. Dadurch, dass Synergien angesprochen werden, welche über die im Rahmen der IOS diskutierten Effizienz- und Marktmachteffekte hinausgehen, grenzt sich die SMS auch von der IOS ab.

Um den unternehmensspezifischen Anteil am Fusionserfolg zu bestimmen, suchen Vertreter der SMS nach Einflussfaktoren, die die unterschiedlichen Erfolge von verschiedenen M&A-Transaktionen begründen (Ashkenas und Francis 2000; Ashkenas und Francis 1998; Croyle und Kager 2002; Hitt, Harrison und Ireland 2001). Dem entsprechend greifen sie auf eine Vielfalt an Methoden wie z.B. Umfragen (Capron, Dussauge und Mitchell 1998; Capron 1999) oder Leistungsvergleiche auf Basis von Buchhaltungsdaten (Ramaswamy 1997) zurück.

3 Untersuchungsergebnisse zum M&A-Erfolg

Schon dieser skizzenhafte Überblick verdeutlicht, welch breites Spektrum an Fragestellungen, Perspektiven und Methoden die sechs Denkschulen anbieten. Entsprechend werden in den vorliegenden empirischen Studien – abhängig vom jeweiligen theoretischen Ansatz – unterschiedliche Variablen untersucht, um M&A-Erfolge aufzuklären. Schon aufgrund dieser Vielfalt ist es kaum möglich, die Untersuchungsergebnisse der Denkschulen unmittelbar miteinander zu vergleichen. Vor der weiteren Diskussion der Ergebnisse bedarf es zunächst einer näheren Analyse, wie der Erfolgsbegriff in den jeweiligen Denkschulen verstanden wird.

Dass der Marktwert heutzutage das aus Wertschöpfungssicht übergreifende Ziel ausmacht, erklärt sich nicht nur aus dem besonderen Interesse, das in den letzten Jahren dem Shareholder Value gilt. In der Tat kann, wie in der CMS und oft in der PAS postuliert, die Höhe der Aktienwerte des integrierten Unternehmens als der umfassendste Maßstab für den Erfolg von M&A gelten. In den Aktienwert fließen ja nicht nur die Potentiale der untersuchten Unternehmenskombination, sondern auch Nachfrage und Risiken der Produkte sowie Situation und Verhalten der Konkurrenz mit ein.

Es wird jedoch oft zu Recht kritisiert, dass die Erwartung des Marktes bewusst die Integrationsphase ausklammert. Die IOS dagegen greift durch den Vergleich von fusionierenden mit nicht-fusionierenden Firmen auf Daten zurück, die die erzielte Effizienz nach der Integrationsphase ausweisen. Nahe zu diesem Ansatz versucht auch die SMS, anhand von Buchhaltungsdaten auf der Ebene des Gesamtunternehmens Leistungsveränderungen nachzuweisen, die in den spezifischen Ressourcenkombinationen nach der Integration begründet sind. Auch in den Studien der OBS, die vor allem die auf Integration zielenden Managementmaßnahmen untersucht, werden die Gründe für M&A-Erfolge vor allem in der Integration selbst gesucht.

Obwohl die Integration von Vertretern mehrerer Denkschulen durchaus als zentraler Untersuchungsgegenstand anerkannt wird, ist das Dilemma dabei, dass Integration als Analyseeinheit schwer zu operationalisieren ist. In diese Schwierigkeit gerät besonders die HRS, die die Ursachen für die Probleme von Mitarbeitern der beteiligten Unternehmen speziell im Integrationsprozess selbst sucht. Wenn

Erfolg als möglichst geringer negativer Einfluss auf das Wohlbefinden der Angestellten definiert wird, steht dies zudem im Gegensatz zu der Tatsache, dass sich oft aus wirtschaftlicher Sicht notwendige Maßnahmen wie z.B. Personalkürzungen auf Mitarbeiter negativ auswirken. Dies ist jedoch kein hinreichender Grund, die Einsichten der letzteren Denkschulen abzuwerten, zeigen sie doch eine Reihe von Möglichkeiten auf, den Wert einer vorgegebenen Unternehmenskombination zu optimieren.

Dennoch kann mit Blick auf die unterschiedlichen Erfolgsdefinitionen zusammenfassend festgestellt werden, dass die CMS, PAS und IOS jeweils eine klar messbare Erfolgsdefinition vorweisen können, was für die OBS, HRS und SMS mit ihren zum Teil „subjektiven“ Messungen (Nupponen 1995) nicht der Fall ist.

Neben der unterschiedlichen Begriffsauffassung bestehen Unterschiede in den unabhängigen Variablen, welche in empirischen Studien zur Erklärung von M&A-Erfolg untersucht werden. Im Blick auf die empirischen Beiträge sämtlicher Denkschulen lassen sich insgesamt zehn Faktoren für den M&A-Erfolg unterscheiden. Diese wiederum lassen sich zu drei für den Erfolg fusionierender Unternehmen relevanten Hauptthemen bündeln – wie in Abbildung 1 graphisch dargestellt.

Zum besseren Verständnis werden im Folgenden die Beiträge der jeweiligen Denkschulen unter diesen drei Hauptthemen zusammengefasst:

- das *Kombinationspotential* der beteiligten Unternehmen,
- die Bedingungen und Umstände der *Vertragsverhandlungen* sowie
- das *Integrationsmanagement*.

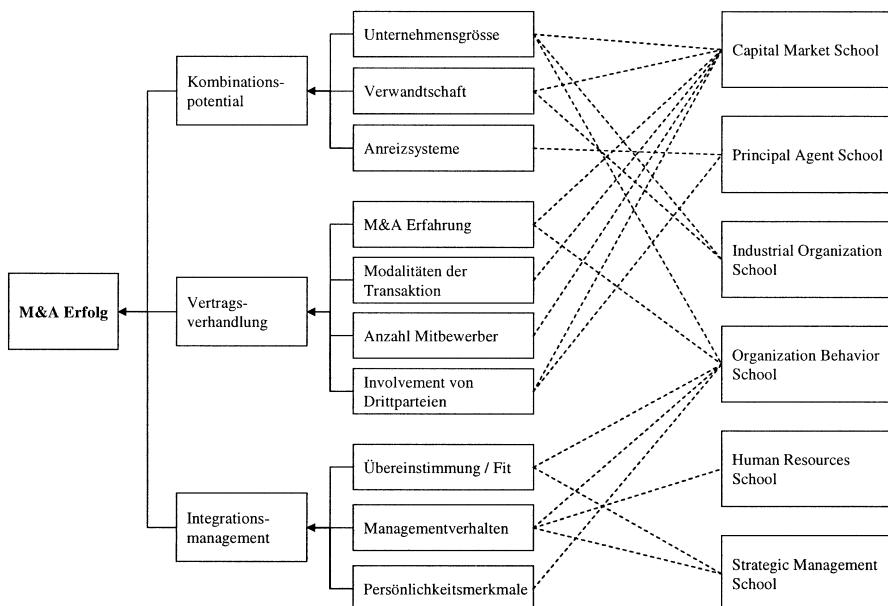


Abb. 1 Überblick über empirische Forschung zum M&A-Erfolg

3.1 Kombinationspotential

Empirische Untersuchungen zum Kombinationspotential von M&A-Partnern konzentrieren sich auf die relativen Größen der beteiligten Unternehmen und ihre strategische Verwandtschaft. Neben diesem Sachpotential werden zugleich die Anreizsysteme für Entscheidungsträger untersucht, zumal hier die persönlichen Interessen der Manager mit den finanziellen Zielen der Eigentümer konkurrieren.

Die Untersuchungen zum Kombinationspotential haben zunächst den Vorteil, dass sie bereits in der Pre-Merger-Phase ansetzen und vor Abschluss einer Transaktion evaluiert werden können. Gleichwohl gibt die Gesamtheit der bisher durchgeführten Untersuchungen noch kein eindeutiges Bild von den Faktoren, die den Erfolg von M&A-Transaktionen allein oder in Wechselwirkung mit anderen tatsächlich ausmachen und nachhaltig prägen.

Bezüglich der Unternehmensgröße zeigen die vorliegenden empirischen Untersuchungen unterschiedliche Resultate. Immerhin weist aber ein Teil der CMS-Studien einen positiven Zusammenhang nach zwischen relativer Größe und dem von der normalen Entwicklung abweichenden Zugewinn.

Empirische Studien der CMS, welche mit Hilfe von SIC-Codes⁶ die Tätigkeitsfelder der beteiligten Unternehmen auf ihre Nähe/Vergleichbarkeit/Verwandtschaft und deren Einfluss auf den Erfolg eines Unternehmenszusammenschlusses untersuchen, zeigen ein komplexeres Bild, als oft dargestellt wird. Danach lässt sich zumindest die Idee von Ähnlichkeit als Garant für Synergien nicht uneingeschränkt halten. Einerseits zeigen Befunde einer Studie von 96 Großunternehmen mit jeweils mehr als zehn Millionen USD Anlagevermögen in den Jahren 1970 bis 1990, dass relative Ähnlichkeit mit höherem Erfolg verbunden ist (Finkelstein und Halebian 2002). Dies wird auch von anderen Studien bestätigt (Halebian und Finkelstein 1999). Andererseits zeigt eine CMS-Studie anhand von 449 Akquisitionen, dass positive Erfahrungen mit der Fusion relativ ähnlicher Unternehmen nicht zu dem Trugschluss führen dürfen, dass solche Fusionen in jedem Fall erfolgversprechend sind (Halebian und Finkelstein 1999). So wird in einer Ereignisstudie zu 214 US-amerikanischen Akquisitionen festgestellt, dass eine Übernahme eigentlich nur dann höhere Erfolgsschancen hat, wenn sie mit nicht zu stark divergierenden Unternehmen durchgeführt wird. Voraussetzung für einen Erfolg ist aber ebenso, dass die Akquisitionen nicht in zu kurzem zeitlichen Abstand aufeinanderfolgen und dass die fusionierenden Unternehmen nicht zu ähnlich sind (Hayward 2002).

Unterschiede können nämlich auch vitalisierend sein. Nachweislich kann die Akquisition von differierenden oder anders gelagerten Kompetenzen Unternehmen beleben und sie zuwachs- und überlebensfähiger machen. Dies lässt sich anhand von Akquisitionen zeigen, die von 25 niederländischen Unternehmen in den Jahren 1966–94 durchgeführt worden sind. Sie belegen, dass frühere Akquisitionen zu erhöhten Überlebenschancen des akquirierenden Unternehmens führen (Vermeulen und Barkema 2001). Ferner wird herausgestellt, dass Firmen, die über reichhaltige Erfahrungen aus einem heterogenen Netzwerk verfügen, für erfolgreiche Akquisitionen kleinere Prämien bezahlen (Beckman und Haunschild 2002).

Im selben Sinne zeigen Studien aus der HRS, dass Unterschiede ein oft vergessenes Wertschöpfungspotential darstellen. Anhand von 147 untersuchten Firmenzusammenschlüssen zwischen 1986 und 1988 wird gezeigt, dass unterschiedliche

⁶ SIC ist die Abkürzung für die „Standard Industry Classification“ in den USA.

berufliche Erfahrungshintergründe (Marketing, Finance, usw.) des Top Managements sich positiv auf den ROA auswirken (Krishnan, Miller und Judge 1997). Ähnlich kommt eine Studie der OBS zu 61 M&A zu dem Schluss, dass M&As auch von Unterschieden der Unternehmen profitieren können (Larsson und Finkelstein 1999). Eine weitere OBS-Studie zu 534 Akquisitionen in Europa und den USA zwischen 1980 und 1991 weist in die gleiche Richtung. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass es sich negativ auf den Erfolg auswirkt, wenn sich die zu akquirierenden Firmen hinsichtlich ihrer Größe oder Kenntnisbasen zu stark von dem aufkaufenden Unternehmen unterscheiden. Dies legt den Schluss nahe, dass bei M&As Balance in Bezug auf Größe und Ähnlichkeit zu empfehlen sind (Ahuja und Katila 2001). Danach sind Unterschiede in Größe und Tätigkeitsfeldern zwar erfolgversprechend; sie sollten aber nicht übertrieben groß sein.

Nach Erkenntnissen der SMS sind strategisch verbundene Akquisitionen bezüglich ihres Wertschöpfungspotentials unverbundenen Akquisitionen überlegen.⁷ M&A-Transaktionen können neue Ressourcenkombinationen erschließen, wenn sie eine sachgerechte Bündelung zulassen und damit eine Wertgenerierung ermöglichen (Capron und Mitchell 1998; Capron 1999; Ramaswamy 1997). Im Zentrum der SMS-Untersuchungen steht hierbei die Frage, ob und wie Ressourcen neu konfiguriert werden, um zu einer strategierelevanten Rendite zu gelangen (Harrison et al. 1991; Hitt, Harrison und Ireland 2001; Larsson und Finkelstein 1999). So werden anhand einer Studie von amerikanischen und europäischen Firmen die unterschiedlichen Möglichkeiten der Neukonfiguration von Ressourcen zwischen den fusionierenden Unternehmen als Erfolgsfaktor erkannt (Capron und Mitchell 1998). Zudem bestimmt neben dem strategischen Fit auch das Ausmaß an struktureller und kultureller Übereinstimmung zwischen Fusionspartnern den unternehmensspezifisch beeinflussbaren Anteil am Fusionserfolg (Marks und Mirvis 2001).

Studien der PAS bestätigen die Bedeutung von Anreizsystemen ebenso wie den Wert einer effektiven Kontrolle der Manager. So macht eine PAS-Studie zu 171 Akquisitionen darauf aufmerksam, dass in Unternehmen mit schwacher Kontrolle Managervergütungen eher im Verhältnis zur Größe der Akquisition als zum Gewinn festgesetzt werden, wie dies in Unternehmen mit stärkerer Kontrolle der Fall ist (Wright et al. 2002). Aufmerksame Verwaltungs- und Aufsichtsräte mit einem geringen Anteil operativ tätiger Manager verringern also das Risiko. Dies bestätigt den Bedarf an funktionierenden Kontrollmechanismen der Eigentümer gegenüber den Managern (Hayward und Hambrick 1997). Dieser Bedarf wird von weiteren Studien unterstützt, die zu dem Ergebnis kommen, dass in Unternehmen mit schwachen – vom Management mitbestimmten – Verwaltungsräten oft erst misslungene feindliche Übernahmevereuche zu einem Kurswechsel in der Akquisitionsstrategie veranlassen (Chatterjee, Harrison und Bergh 2003).

Zugleich deuten andere Studien darauf hin, dass Aktienoptionen einen positiven Einfluss auf den M&A-Erfolg haben können. So wird anhand von Ereignisstudien zu 171 Akquisitionen zwischen 1993 und 1998 gezeigt, dass Aktienoptionen positiven Einfluss auf das Risikoverhalten der Manager haben, dass es aber nicht unbedingt Erfolg verspricht, Manager zum Besitz zu großer Aktienpakete der eigenen Firma zu drängen (Wright et al. 2002). Zusammenfassend lässt sich jedoch

⁷ Dieser Zusammenhang unterstellt jedoch, dass die involvierten Unternehmungen über eine explizite Strategie verfügen. Zudem wird angenommen, dass eine rationale Systematik und Begründung bei der Auswahl von M&A-Transaktionen Anwendung findet und dass potenzielle Wertsteigerungen tatsächlich realisiert werden können.

feststellen, dass in jedem Fall gut durchdachte Anreizsystem bei M&As von hohem Wert sind.

Auf der anderen Seite sprechen Studien der PAS zu M&A dafür, dass Erfolge zu Übermut und zu fragwürdigen Anreizsystemen führen können (Hayward und Hambrick 1997). So werden 209 M&A zwischen 1982 und 1991 mittels Ereignisstudien daraufhin untersucht, wie Größenzuwachs und Anreizsysteme für Manager zusammenhängen. Dabei wurden drei Gruppen von M&As unterscheiden: In der ersten Gruppe wurde die Integration allein von den Managern, in der zweiten von den Eigentümern und in der dritten von Managern und Eigentümern kontrolliert. Dabei stellte sich heraus, dass M&As der ersten Gruppe negative, die anderen beiden aber positive Auswirkungen hatten. Weiterhin korrelierten nur in den von Eigentümern kontrollierten Firmen der durch die Fusion erzielte Zugewinn mit den Managergehältern. Auch dies deutet auf den begrenzten Wert von Anreizsystemen in den von Managern kontrollierten Firmen hin (Kroll et al. 1997). Im selben Sinne zeigt eine Untersuchung von 106 M&As, dass das Ergebnis umso schlechter wird, je höher die Selbsteinschätzung bzw. -überschätzung des CEO ist. Allerdings ergibt sich aus mehreren empirischen PAS-Studien, dass eine positive Korrelation zwischen dem Erfolg des CEO in vergangenen Transaktionen und der Höhe der Akquisitionsprämie besteht. Dabei ist jedoch zu beachten, dass routinemäßiges Akquirieren schädlich sein kann, während frühere leicht negative Akquisitionsresultate zum Erfolg bei der nächsten Akquisition beitragen können (Hayward 2002).

3.2 Partnersuche und Vertragsverhandlungen

Untersuchungen, die im Bereich der Vertragsverhandlungen nach Variablen suchen, die einen empirisch nachweisbaren Einfluss auf den M&A-Erfolg ausüben, versuchen herauszufinden, welchen Erfolgseinfluss in der Verhandlungsphase M&A-Erfahrung, Modalitäten der M&A-Transaktion und Involvement von Drittparteien haben.

So beschäftigen sich vor allem empirische Studien der CMS mit der Frage, ob die Akquisitionserfahrung einer Käuferunternehmung einen positiven Einfluss auf den M&A-Erfolg hat. Studien der CMS bestätigen, dass M&A-Erfahrung übertragen werden kann und positiv auf die nächste Akquisition einwirkt. Dies gilt besonders für den Fall, dass beide Zielunternehmen sich in der gleichen Branche befinden (Finkelstein und Haleblian 2002; Hayward 2002). Auch eine aktuelle empirische Untersuchung von 724 großen US-Firmen weist z.B. diesbezüglich eine klare Korrelation zwischen der Anzahl von M&A-Transaktionen und dem Shareholder Value nach. Dass dabei Lerneffekte eine wichtige Rolle spielen, wird daran deutlich, dass die Erfolgreichsten zuerst mit kleinen Akquisitionen anfingen und bewusst Feedback-Loops organisierten, um aus den gewonnenen Erfahrungen zu lernen. Bei erfolgreichen Firmen wurde zudem der Markt konstant von einem spezialisierten Team für weitere M&A-Transaktionen beobachtet (Rovit und Lemire 2003).

Andere CMS-Studien über die Erfolgswirksamkeit von M&A-Erfahrung bieten dagegen ein komplexeres Bild. Anhand von 449 Akquisitionen zwischen 1980 und 1992 wird gezeigt, dass es zwischen Erfahrung und Erfolg eine u-förmige Beziehung gibt: Geringe M&A-Erfahrung erscheint erfolgversprechend, da sich das

Management des Käuferunternehmens offenbar sehr intensiv um die Integration der Zielunternehmung bemüht. Bei einer zunehmenden Anzahl von Transaktionen ist das Management dann allerdings oft nicht in der Lage, diese Erfahrungen wertstiftend zu generalisieren. Dies gelingt nach den bisher vorliegenden Erkenntnissen erst wieder ab einer größeren Anzahl an M&A-Transaktionen und der dabei gewonnenen Routine (Halebian und Finkelstein 1999).

Weitere empirische Untersuchungen der CMS analysieren die Erfolgseinflüsse der Art der M&A-Erfahrung anstelle der Häufigkeit vergangener M&A-Transaktionen. Erfahrungen aus Zusammenschlüssen mit ähnlichen Firmen korrelieren demnach positiv mit dem M&A-Erfolg (Finkelstein und Halebian 2002). Gleiches zeigt sich bei moderat andersartigen Zusammenschlüssen (Hayward 2002). Also spricht nach den bisherigen Erkenntnissen viel dafür, dass sich die Erfahrung der verantwortlichen Manager positiv auf den M&A-Erfolg auswirkt, besonders wenn Manager sich voll auf die Integrationsaufgaben konzentrieren können und von den Eigentümern angemessen kontrolliert werden.

Ebenso zeigen empirische Studien der CMS und PAS, dass die Einbeziehung von Drittparteien wie z.B. Investmentbanken eher abträglich für die durchschnittliche M&A-Performance ist.⁸ Statt dessen erscheint es geraten, dass akquirierende Unternehmen gezielt M&A-Kompetenzen entwickeln, um das eigene Verhandlungsvermögen zu verbessern, oder zumindest das Honorar von der M&A-Summe trennen (Kosnik und Shapiro 1997).

3.3 Integrationsmanagement

Untersuchungen zum Integrationsmanagement konzentrieren sich auf den Einfluss, den Übereinstimmung der betroffenen Firmen im strategischen Verhalten sowie spezifische Integrationsaktivitäten und bestimmte Persönlichkeitsmerkmale des Managements auf den M&A-Erfolg haben. Damit werden primär Erfolgsfaktoren der Integrationsphase analysiert.

Interessanterweise zeigt eine OBS-Studie, dass weitgehender Strategic Fit oft einen beträchtlichen Integrationswiderstand der Mitarbeiter auslöst, da eine zweckmäßige Konfigurierung der Personalpotentiale bei hohem Fit in der Regel mit Personalkürzungen verbunden ist. Der daraus resultierende Widerstand hindert dann die Realisierung des Wertzuwachses, der eigentlich mit dem Zusammenschluss erzielt werden sollte.

Weiter wird gezeigt, dass das Ausmaß der kulturellen und organisationalen Übereinstimmung zwischen M&A-Partnern positiv mit dem Integrationserfolg einer M&A-Transaktion korreliert (Larsson und Finkelstein 1999).

Hinsichtlich des kulturellen Fits ist das gemeinsame Ergebnis der genannten empirischen Untersuchungen der OBS, dass die Kompatibilität von Unternehmenskulturen den Integrationserfolg eines Mergers verbessert. Dies stimmt mit früheren Erkenntnissen überein (Weber und Camerer 2003; Weber und Shenkar 1996; Cartwright und Cooper 1993, S. 67).

In einer Studie von 270 einheimischen und ausländischen Akquisitionen in den USA 1986 und 1989 wird gezeigt, dass Veränderungen im Managementteam in grenzüberschreitenden Akquisitionen häufiger vorkommen (Krug und Hegarty

⁸ Zum Erfolgsbeitrag von Investmentbanken in M&A-Transaktionen siehe z.B. Beitel (2004).

2001). Dies hat vermutlich negative Folgen für den M&A-Erfolg, was jedoch in der Studie nicht mit finanziellen Zahlen nachgewiesen wird (Bergh 2001). Ergebnisse einer Managerbefragung von Firmen aus Großbritannien und Frankreich, die von Firmen aus Großbritannien, Frankreich oder den USA akquiriert wurden, zeigen, dass kulturelle Unterschiede und das Gefühl von verlorener Kontrolle sich negativ auf den Unternehmenserfolg auswirken (Very et al. 1997, S. 607).

Angesichts des Problempotentials bei Integrationen verwundert es nicht, dass Untersuchungen der OBS der Rolle des Managements zentrale Bedeutung für den M&A-Erfolg zuweisen. Danach hängt der Erfolg einer M&A-Transaktion auch vom Führungsstil des Managements beim Fusionspartner ab. Dies wird anhand von 61 untersuchten Zusammenschlüssen belegt, die den Einfluss von Managementstilen im weiteren Sinne (wie z.B. Umgangs-, Mitwirkungsformen) zeigen. Die Ergebnisse dieser Studien bestätigen zugleich, dass die Vermeidung von Brüchen im Führungsstil die Chancen für eine erfolgreiche Synergieralisierung deutlich verbessert (Larsson und Finkelstein 1999).

HRS-Studien, die das Verhalten von Top-Managern nach einer M&A-Transaktion untersuchen, weisen einen positiven Zusammenhang zwischen Mitarbeiterretention und M&A-Erfolg nach (Krishan, Miller und Judge 1997, S. 369). Dabei hängt die Bindung der Mitarbeiter im Rahmen einer M&A-Transaktion hauptsächlich vom Verhalten des Managements selbst ab. Die Bedeutung dessen wird durch eine empirischen Studie unterstrichen, der zufolge rund zwei Drittel aller Abgänge unfreiwilliger Art sind und bei Akquisitionen überwiegend im Zielunternehmen stattfinden (Krug und Hegarty 1997, S. 194). Ein vertrautes Management kann dagegen die Moral der Mitarbeiter nach der Transaktion entscheidend stärken und dadurch das operative Tagesgeschäft der übernommenen Firma stabilisieren. Aus HRS-Studien ist ersichtlich, dass sich vor allem eine professionelle unternehmensinterne Kommunikation positiv auf den M&A-Erfolg auswirkt (Chaudhuri und Tabrizi 1999; Gifford 1998). Manager stehen dieser Herausforderung aber nicht unvorbereitet gegenüber. Empirische Analysen von sieben Technologiefirmen zeigen, dass durch intensive, direkte Kommunikation Vertrauen und gegenseitiges Verständnis gebildet werden und damit eine Basis für effizienten Know-how-Transfer geschaffen wird (Ranft und Lord 2002). Dieser Effekt wird verstärkt, wenn Mitarbeiter die Sicherheit haben, notfalls in der neuen Einheit eine adäquate Stelle zu finden.

Bezüglich des Integrationsmanagements zeigt sich in SMS-Untersuchungen, dass ein hohes Maß an Integrationsaktivitäten auf Seiten des Zielunternehmens positiv korreliert mit dem M&A-Erfolg (Capron 1999; Capron und Pistre 2002). Dies wird auch von HRS-Studien (z.B. Ranft und Lord 2002) und OBS-Studien (z.B. Larsson und Finkelstein 1999) bestätigt. Gleichzeitig ermöglicht ein gewisser Grad an Autonomie während der Integration, vorhandene Mergerpotentiale langfristig zu bewahren und zu nutzen (Meyer und Lieb-Doczy 2003). Es kann als empirisch gesichert gelten, dass die vollständige Aufhebung der Autonomie der beteiligten Unternehmen während der Integration negativ korreliert mit dem M&A-Erfolg (Very et al. 1997). Sie führt, so die HRS, zu erhöhter Mitarbeiterfluktuation, welche häufig als Hauptgrund für M&A-Misserfolg identifiziert wird (Krishnan, Miller und Judge 1997). Dies unterstreicht den Hinweis aus Interviewstudien der SMS, dass das Ernennen von besonderen Integrationsmanagern dazu beiträgt, unter anderem die Integration zu beschleunigen und dem Integrationsprozess Struktur zu verleihen (Ashkenas 2000).

In einer neuen Untersuchung der OBS wird auch auf die Bedeutung der richtigen Balance zwischen kurzfristig realisierbaren und langfristigen Gewinnen hingewiesen. Eine auf Interviews und Umfragen basierte Studie weist nach, dass eine sequentielle Gliederung der Integrationsaktivitäten in unterschiedliche Phasen den Erfolg erhöht. Anhand von drei grenzüberschreitenden Akquisitionen von schwedischen Großunternehmen wird gezeigt, dass es sich in der Regel positiv auswirkt, wenn dem allgemeinen Einstieg ins operative Geschäft eine Phase der intensiven Integrationsplanung (möglichst unter Beteiligung aller relevanten Entscheidungsträger) und eine Phase der gezielten Mitarbeiterintegration vorausgehen (Birkinshaw, Bresman und Håkansson 2000).

Dass sich evolutionäre, auf langfristige Gewinne ziellende Integrationsstrategien durchaus bezahlt machen, wird auch von neuen Untersuchungen von Akquisitionen in Ungarn und den neuen deutschen Bundesländern bestätigt (Meyer und Lieb-Doczy 2003).

Dass der M&A-Erfolg mit der Motivation der Mitarbeiter in Zusammenhang steht, gilt insbesondere für Branchen, bei denen die Konkurrenzfähigkeit in hohem Maße von der fachlichen Kompetenz der Mitarbeiter abhängt, wie dies z.B. im Technologiebereich der Fall ist (Chaudhuri und Tabrizi 1999).

4 Diskussion und Ausblick

Die in diesem Beitrag ausgewerteten Publikationen zu M&As bieten unterschiedliche Ansätze und kommen zu zum Teil widersprüchlichen Schlüssen. Gleichwohl lassen sich einige für die M&A-Praxis interessante Schlussfolgerungen ziehen. Wie die Diskussion gezeigt hat, variiert das Verständnis, wie der Erfolg einer M&A-Transaktion in unterschiedlichen Denkschulen definiert wird, erheblich. Aus der Sicht des betroffenen Managements eines Mergers ist es deshalb vor allem erforderlich, eine überzeugende Definition dessen, vorzunehmen

- was unter M&A-Erfolg zu verstehen ist (z.B. Steigerung des Unternehmenswertes, Zufriedenheit der Kunden und Mitarbeiter, Wachstum, Synergierealisierung),
- welche Daten als Bemessungsgrundlage für M&A-Erfolg herangezogen werden (z.B. Kapitalmarktdaten, Buchhaltungsdaten, Balanced-Scorecard-Daten, Vergleiche mit Wettbewerbern, Mitarbeiterumfragen),
- wie der angestrebte M&A-Erfolg beziffert (Vorgabe von konkreten und falls möglich quantifizierbaren Zielen wie z.B. Steigerung des Börsenkurses um 10% relativ zum Industrieindex, relativer Marktanteilsgewinn von 1%) und
- wann bzw. von wem er gemessen (z.B. Ermittlung des M&A-Erfolgs nach 24 Monaten durch unabhängige Auditgesellschaft) wird.

Aus der Literaturanalyse zeigt sich weiter, dass im Blick auf die *Kombinationspotentiale* zweier Mergerpartner „strategische Ähnlichkeit“ oder strategischer Fit, die oft als Garanten für den M&A-Erfolg angesehen werden, in ihrer Bedeutung wohl differenzierter gesehen werden müssen. Sowohl Studien der SMS als auch aus der OBS stellen fest, dass begrenzte und sich als komplementär erweisende Unterschiede sehr wohl Grundlage für Wertschöpfung sein können. Obwohl sich strategischer Fit nicht eindeutig mit Erfolg verbinden lässt, sollte man gleichwohl

möglichst nach Fusionspartnern suchen, die einen hohen kulturellen Fit aufweisen, um die Erfolgsschancen der Integration zu optimieren.

Bei *Vertragsverhandlungen* haben sich einschlägige Erfahrungen des Managements als nur bedingt vorteilhaft erwiesen. Manager können mangelnde Erfahrung durchaus durch erhöhten Arbeitseinsatz ausgleichen und vergleichbare Resultate wie erfahrene Manager erreichen. Nach dem derzeitigen Kenntnisstand muss sogar davon ausgegangen werden, dass der Versuch, frühere Erfolge gewissermaßen routinemäßig zu wiederholen, eher Ausgangspunkt für eine kontraproduktive Hybris als der Ansatz zu produktivem Handeln ist.

Alle Untersuchungen zu den mit M&As verbundenen Integrationsprozessen weisen in die Richtung, dass ein aktives *Integrationsmanagement* – ggf. mit einem speziell für diese Aufgabe eingesetzten „Integration Manager“ – zu geringerem Mitarbeiterstress und geringerer Mitarbeiterfluktuation führt. Nachweislich wirkt sich auch eine Phase der gezielten Mitarbeiterintegration positiv aus. Sie lohnt sich auf Dauer, selbst wenn diese Maßnahme anfangs zu einer etwas langsameren Synergierrealisation zu führen scheint. Eine intensive Phase der Mitarbeiterintegration hat – aufgrund der Abhängigkeit von den speziellen Kompetenzen des Personals – vor allem bei M&As im High Technology Bereich als besonders nachhaltig erwiesen.

Trotz der Fülle von theoretischen und empirischen Arbeiten innerhalb der anglo-amerikanischen M&A-Forschung und daraus resultierenden Einsichten für die M&A-Praxis kann man wohl auch das Resümee von Harvard Professor Bower nicht ganz von der Hand weisen, dass im Vergleich zu den betreffenden Anstrengungen relativ wenig Wissen kumuliert werden konnte: „We know surprisingly little about mergers and acquisitions, despite the buckets of ink spilled on that topic. In fact, our collective wisdom could be summed up in a few short sentences“ (Bower 2001, S. 93). Man kann nicht darüber hinwegsehen, dass die in diesem Beitrag untersuchten Studien in ihren Ergebnissen zum Teil widersprüchlich und auf spezielle Problemstellungen begrenzt sind. Wahr ist aber auch, dass sie gleichzeitig die Tür öffnen zu weiteren Forschungsfragen und neuen Möglichkeiten für zukünftige Forschungsansätze.

So wäre es z.B. bei der Untersuchung der vorgelagerten Entscheidungsprozesse interessant und von unmittelbarer Praxisbedeutung, inwieweit die erweiterte Analyse von Mergerkandidaten oder eine verbesserte Due Diligence verlässliche Grundlagen für die sachgerechte Festlegung von Übernahmeprämien liefern könnten. Auch der Einfluss des Verhandlungsmanagements auf den M&A-Erfolg ist bisher – von wenigen Ausnahmen abgesehen (Aiello und Watkins 2000; Hayward und Hambrick 1997; Beckman und Haunschild 2002) – ein weitgehend unerforschter Bereich. Hier wäre z.B. von Interesse, unter welchen Bedingungen externe Berater wie z.B. Investmentbanker (Beitel, Börner und Schiereck 2005) gewinnbringend eingesetzt oder wie M&A-Vorerfahrungen in einen Wettbewerbsvorteil umgemünzt werden können. Bei Post-Merger-Prozessen stellen sich z.B. Fragen nach der Verbesserung der Synergierrealisierung durch Integrationsteams, durch die längerfristige Bindung von Schlüsselmitarbeitern oder die verbesserte Gestaltung des Akkulturationsprozesses.

Ein Mangel der anglo-amerikanischen M&A-Forschung ist darin zu sehen, dass hier kaum integrative Ansätze zu finden sind. Dies kommt insbesondere in der fortschreitenden Spezialisierung der Forschungsanstrengungen innerhalb jeder Denkschule zum Ausdruck. Dies kann allerdings weder der Komplexität der sich

aufdrängenden Forschungsfragen noch dem Aufklärungsinteresse der Praxis gerecht werden. Das zur Beantwortung dieser Fragen erforderliche Untersuchungsdesign erforderte eine Koordination und Zusammenarbeit der unterschiedlichen Denkschulen und Methoden.

Eine Möglichkeit zur Überwindung dieses Mangels läge in dem Versuch, die unterschiedlichen Forschungsansätze der unterschiedlichen Denkschulen verstärkt miteinander zu verbinden. Vor dem Hintergrund der anglo-amerikanischen M&A-Forschung wäre es sinnvoll, Untersuchungen nicht auf einzelne Phasen des M&A-Prozesses zu beschränken. Weiterhin erscheint es geboten, dass quantitativ orientierte Denkschulen stärker als bisher qualitative Untersuchungen wie z.B. die Interviewstudien der PAS in ihre Arbeit einbeziehen.

Die Erweiterung der M&A-Forschung auf den gesamten M&A-Prozess (Pre-Merger-, Merger- und Post-Merger-Phase) böte zusammen mit der Verbindung qualitativer und quantitativer Methoden viel versprechende Möglichkeiten, empirisch gesicherte Erfolgsfaktoren für die Managementpraxis abzuleiten. So könnten z.B. Erfolgseinflüsse von Kombinationspotential, Vertragsverhandlungen und Integrationsprozessen im Rahmen verschiedener longitudinaler Fallstudien vergleichend analysiert und dessen kurz-, mittel- und langfristige Auswirkungen auf die M&A-Performance identifiziert werden. Dabei bietet es sich geradezu an, die Erfolgsfaktoren aus der OBS oder SMS mit quantitativen Methoden etwa der IOS zu untersuchen. Dadurch würde den identifizierten Erfolgsfaktoren durch statistische Auswertung höhere Reliabilität verliehen werden.

Literatur

- Ahuja G, Katila R (2001) Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: A longitudinal study. *Strat Manag J* 22:197–220
- Aiello RJ, Watkins MD (2000) The fine art of friendly acquisition. *Harvard Bus Rev* 78:100–108
- Amihud Y, Lev B (1981) Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell J Econ* 12:605–617
- AoM BPS Division (2003) BPS division journal survey. *Academy of Management*
- Ashkenas RN, Francis SC (2000) Integration managers: Special leaders for special times. *Harvard Bus Rev* 78:108–117
- Ashkenas RN, DeMonaco LJ, Francis S (1998) Making the real deal: How GE capital integrates acquisitions. *Harvard Bus Rev* 76(1):165–178
- Baumol WJ, Panzar JC, Willig RD (1982) Contestable markets and the theory of industry structure. New York
- Beckman CM, Haunschild PR (2002) Network learning: The effects of partner experience heterogeneity on corporate acquisitions. *Admin Sci Q* 47:92–124
- Beitel D, Börner C, Schiereck D (2005) Warum beauftragen deutsche Käuferunternehmen Investmentbanken bei der Durchführung ihrer M&A-Transaktionen? *Z betriebsw Forschung* 57(6):283–309
- Beitel D (2004) Investmentbanken in M&A-Transaktionen. Wiesbaden
- Bergh D (2001) Executive retention and acquisition outcome. *J Manag* 27:603–623
- Bild M (1998) Valuation of takeovers. Stockholm
- Birkinshaw J, Bresman H, Håkansson L (2000) Managing the post-acquisition and integration process. *J Manag Stud* 37:395–406
- Bower JL (2001) Not all M&As are alike – and that matters. *Harvard Bus Rev* 79:92–102
- Buono AF, Bowditch JL (1989) The human side of mergers and acquisitions. San Francisco
- Buono AF, Bowditch JL, Lewis JW (1988) The cultural dynamics of transformation: The case of a bank merger. In: Kilman R, Covin T (eds) *Corporate transformation: Revitalizing organizations for a competitive world*. San Francisco, S 497–522

- Campbell JY, Lo AW, McKinlay AC (1997) *The econometrics of financial markets*. Princeton, NJ
- Capron L (1999) The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strat Manag J* 20:987–1018
- Capron L, Dussauge P, Mitchell W (1998) Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America, 1988–1992. *Strat Manag J* 19:631–662
- Capron L, Mitchell W (1998) Bilateral resource redeployment and capabilities improvement following horizontal acquisitions. *Indust Corp Change* 7(3):453–484
- Capron L, Pistre N (2002) When do acquirers earn abnormal returns? *Strat Manag J* 23(9):781–794
- Cartwright S, Cooper GL (1993) The role of culture compatibility in successful organizational marriage. *Acad Manag Executive* 7(2):57–70
- Chatterjee S, Harrison JS, Bergh D (2003) Failed takeover attempts, Corporate governance and refocusing. *Strat Manag J* 24:87–97
- Chaudhuri S, Tabrizi B (1999). Capturing real value in high-tech acquisitions. *Harvard Bus Rev* 77:123–131
- Croyle R, Kager P (2002) Giving mergers a head start. *Harvard Bus Rev* 80:20–22
- Ellis KM (2000) Outcomes in related acquisitions of similar-sized firms: The effects of integration approach and process management. Tallahassee
- Finkelstein S, Halebian J (2002) Understanding acquisition performance: The role of transfer effects. *Organiz Sci* 13:36–47
- Froeb LM, Werden GJ (1998) A robust test for consumer welfare enhancing mergers among sellers of homogeneous products. *Econ Lett* 58:367–369
- Ghemawat P, Ghadar F (2000) The dubious logic of global megamergers. *Harvard Bus Rev* 78(4):65–63
- Gifford D (1998) Corporate communications: Hold the details. *Harvard Bus Rev* 76:13–15
- Graebner M (1999) A review of research on mergers and acquisitions. Paper presented at the Academy of Management meetings. Chicago 1999
- Gugler K, Mueller DD, Yurtoglu BB, Zulehner C (2003) The effects of mergers: An international comparison. *Int J Indust Organiz* 21:625–653
- Halebian J, Finkelstein S (1999) The influence of organizational experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. *Admin Sci Q* 44:29–56
- Harding D, Yale P (2002) Discipline and the dilutive deal. *Harvard Bus Rev* 80:18–20
- Harrison JS, Hitt MA, Hoskisson RE, Ireland RD (1991) Synergies and post-acquisition performance: Differences versus similarities in resource allocations. *J Manag* 17(1):173–190
- Haspeslagh PC, Jemison DB (1991) *Managing acquisitions*. New York
- Hayward M (2002) When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990–1995. *Strat Manag J* 23:21–39
- Hayward MLA, Hambrick DC (1997) Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris. *Admin Sci Q* 42:103–127
- Hitt MA, Harrison JS, Ireland RD (2001) *Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders*. New York
- Jensen MC, Meckling WH (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J Financial Econ* 3:305–360
- Kosnik RD, Shapiro DL (1997) Agency conflicts between investment banks and corporate clients in merger and acquisitions. *Acad Manag Executive* 11:7–28
- Krishnan HA, Miller A, Judge WQ (1997) Diversification and top management team complementarity: Is performance improved by merging similar or dissimilar teams? *Strat Manag J* 18(5):361–374
- Kroll M, Wright P, Toombs L, Leavell H (1997) Form of control: A critical determinant of acquisition performance and CEO rewards. *Strat Manag J* 18(2):85–96
- Krug JA, Hegarty WH (2001) Predicting who stays and leaves after an acquisition. *Strat Manag J* 22:185–197
- Krug JA, Hegarty WH (1997) Post acquisition turnover among US top management teams: An analysis of the effects of foreign vs domestic acquisitions of US targets. *Strat Manag J* 18:667–675
- Larsson R, Finkelstein S (1999) Integrating strategic, organizational and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organiz Sci* 10:1–26
- Loughran T, Vijh AM (1997) Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? *J Finance* 52(5):1765–1790

- Lubatkin M, Schulze WS, Mainkar A, Cotterill RW (2001) Ecological investigation of firm effects in horizontal mergers. *Strat Manag J* 22:335–358
- Lubatkin M, Schweiger D, Weber Y (1999) Top management turnover in related M&A's: An additional test of the theory of relative standing. *J Manag* 25(1):55–73
- Lubatkin M, Shrieves RE (1986) Towards reconciliation of market performance measures to strategic management. *Acad Manag Rev* 11:497–512
- Lubatkin M, Srinivasan N, Merchant H (1997) Merger strategies and shareholder value during times of relaxed antitrust enforcement: The case of large mergers during the 1980s. *J Manag* 23(1):59–72
- Malekzadeh AR, Nahavandi A (1990) Making mergers work by managing cultures. *J Bus Strat* 2:55–57
- Manne H (1965) Mergers and the market for corporate control. *J Polit Econ* 73:110–120
- March JG, Simon HA (1993) *Organizations*. Cambridge, MA
- Marks ML, Mirvis P (2001) Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *Acad Manag Executive* 15:80–95
- Marks ML, Mirvis P (1985) Merger syndrome: Stress and uncertainty. *Mergers Acquis* 20:50–55
- Marris R (1963) A model of the 'managerial' enterprise. *Q J Econ* 77:185–209
- Matteson MT, Ivancevich JM (1990) Mergers and acquisition stress: Fear and uncertainty. In: Quick JC et al. (eds) *Career stress in changing times*. New York, S 139–158
- Meyer K, Lieb-Doczy E (2003) Post-acquisition restructuring as evolutionary process. *J Manag Stud* 40:459–483
- Mueller DC (1995) Mergers: Theory and evidence. In: Mussati G (ed) *Mergers, markets and public policy*. Dordrecht, S 9–43
- Mueller DC (1969) A theory of conglomerate mergers. *Q J Econ* 83:643–659
- Nahavandi A, Malekzadeh AR (1993) *Organizational culture in the management of mergers*. Westport
- Nilssen T, Sørgard L (1998) Sequential horizontal mergers. *Eur Econ Rev* 42:1683–1702
- Nupponen P (1995) Post-acquisition performance: Combination, management, and performance measurement in horizontal integration. Helsinki
- Olie R (1994) Shades of culture and institutions in international mergers. *Organiz Stud* 15(3):381–405
- Ramaswamy K (1997) The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers. *Acad Manag J* 40:697–717
- Ranft AL, Lord MD (2002) Acquiring new technologies and capabilities: A grounded model of acquisition implementation. *Organiz Sci* 13:420–441
- Rappaport A, Sirowitz M (1999) Stock or cash? *Harvard Bus Rev* 77:147–159
- Ravenscraft DJ, Scherer FM (1987) *Mergers, sell-offs & economic efficiency*. Washington
- Rovit S, Lemire C (2003) Your best M&A strategy. *Harvard Bus Rev* 81:16–18
- Sales AL, Mirvis PH (1984) When cultures collide: Issues in acquisition. In: Kimberly JR, Quinn RE (eds) *Managing organizational transitions*. Homewood, S 107–133
- Scherer FM, Ross D (1990) *Industrial market structure and economic performance*. Boston
- Schmidt DR, Fowler KL (1990) Post-acquisition financial performance and executive compensation. *Strat Manag J* 11:559–569
- Schweiger DM, Ivancevich JM, Power FR (1987) Executive action for managing human resources before and after acquisition. *Acad Manag Executive* 1(2):127–138
- Seth A, Song KP, Pettit AR (2002) Value creation and destruction in cross-border acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of US firms. *Strat Manag J* 23(10):921–940
- Sutton RI (1983) Managing organizational death. *Human Res Manag* 22:391–412
- Teece DJ (1980) Economies of scope and the scope of the enterprise. *J Econ Behav Organiz* 1:233–247
- Thomson Financial Services (2003) *Securities database 2003*. New York
- Vaara E (2003) Post-acquisition as sensemaking. *J Manag Stud* 40:859–895
- Vermeulen F, Barkema H (2001) Learning through acquisitions. *Acad Manag J* 44:457–476
- Very P, Lubatkin M, Calori R, Veiga J (1997) Relative standing and the performance of recently acquired european firms. *Strat Manag J* 18(8):593–614
- Weber Y (1996) Corporate cultural fit and performance in mergers and acquisitions. *Human Rel* 49(9):1181–1202
- Weber RA, Camerer CF (2003) Cultural conflict and merger failure: An experimental approach. *Manag Sci* 49:400–416

-
- Weber Y, Shenkar O (1996) National and corporate cultural fit in mergers/acquisitions: An exploratory study. *Manag Sci* 42:1215–1228
- Wright P, Kroll M, Elenkov D (2002) Acquisitions returns, increase in firm size, and chief executive officer compensation: The role of monitoring. *Acad Manag J* 45:599–609
- Wright P, Kroll M, Lado A, Van Ness B (2002) The structure of ownership and corporate acquisition strategies. *Strat Manag J* 23:41–54