

Essays zum Einfluss der Corporate Governance auf Vorstandsvergütung und Rechnungslegung

Inauguraldissertation
zur
Erlangung des Doktorgrades
der
Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der
Universität zu Köln

2017
vorgelegt
von

Dipl.-Kfm. Christian Drefahl

aus
Köln

Referent: Prof. Dr. Christoph Kuhner
Korreferent: Prof. Dr. Michael Stich
Tag der Promotion: 08. November 2017

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Mai 2017 von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln als Dissertation angenommen. Sie ist während meiner Tätigkeit als Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Seminar für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und für Wirtschaftsprüfung (Treuhandseminar) an der Universität zu Köln entstanden. Ich kann an dieser Stelle leider nur einige derer erwähnen, denen ich zu Dank verpflichtet bin. Jedoch mögen auch diejenigen, die an dieser Stelle nicht namentlich aufgeführt sind, sich sicher sein, dass ich ihren Beitrag zu würdigen weiß und nichts vergessen habe.

Meinem verehrten akademischen Lehrer und Doktorvater, Herrn Prof. Dr. *Christoph Kuhner*, bin ich für die Möglichkeit der Promotion und das in mich gesetzte Vertrauen zu außerordentlichem Dank verpflichtet. Seine stets konstruktive Form des fachlichen Diskurses und die großzügige Auslegung akademischer Freiheiten, insbesondere im Hinblick auf das zentrale Kooperationsprojekt mit dem Bundesanzeiger Verlag zur jährlichen Erstellung einer Vergütungsstudie, haben entscheidend zum Entstehungsprozess dieser Arbeit beigetragen. Die Zeit am Lehrstuhl hat mich in meiner persönlichen Weiterentwicklung im bedeutenden Maße geprägt. Des Weiteren danke ich Herrn Prof. Dr. *Michael Stich* für die Übernahme des Zweitgutachtens und Herrn Prof. Dr. *Michael Overesch* für die Übernahme des Vorsitzes der Prüfungskommission.

Ich bedanke mich bei meinen ehemaligen Kollegen und Wegbegleitern am Seminar für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und für Wirtschaftsprüfung, die mich auf unterschiedliche Weise fachlich und menschlich unterstützt haben. Die stets kollegiale, freundschaftliche und immer wieder aufmunternde Zusammenarbeit, vor allem mit meinen Koautoren, hat mir stets viel Freude bereitet. Namentlich danken möchte ich Herrn *Dario Bothen*, Frau Prof. Dr. *Sanela Čeljo-Hörhager*, Herrn Dr. *Christian Engelen*, Frau *Monika Esser*, Herrn Prof. Dr. *Jörg-Markus Hitz*, Frau *Laura Limbach*, Frau *Martina Maasjosthusmann*, Herrn Dr. *Helmut Maltz*, Frau *Selina Orthaus*, Herrn Prof. Dr. *Christoph Pelger*, Herrn *Daniel Rugilo*, Frau *Vesna Petrovic*, Herrn Dr. *Ralf Sabiwalksy*, Herrn Dr. *Duc Hung Tran* und Herrn Dr. *Timmy Wengerofsky*. Besonders danke ich Herrn *Felix Weidemann*, mit dem ich lange Zeit ein Arbeitszimmer geteilt habe, für die sehr angenehme Arbeitsatmosphäre und den stets fruchtbaren wissenschaftlichen Austausch. Zudem gilt mein Dank den zahlreichen studentischen Hilfskräften für die tatkräftige Unterstützung bei meinen Forschungsvorhaben. Weiterhin danke ich einer Reihe von Wegbegleitern für privaten und fachlichen Austausch: Frau *Viktoria Aust*, Herrn Prof. Dr. *Markus Grottko*, Frau *Ruth Heilmeier*, Herrn *Fabian Mohr*, Herrn Dr. *Ulrich Schäfer* und Herrn *Jörg Schick* sowie den Doktoranden der Donnerstagsrunde.

Mein größter Dank gilt meiner Frau Verena, die mich auf liebevolle Weise fortwährend motivierte, unterstützte und die notwendigen Freiräume auf hingebungsvolle Weise gewährte sowie unseren während der Zeit meiner Promotion geborenen wundervollen Kindern Lena-Jolie, Jan-Luca und Mila-Marie. Ihnen widme ich diese Arbeit.

Inhaltsübersicht

Teil 1	Motivation und Forschungsfragen	1
Teil 2	Die Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung – Zur Bedeutung des vertikalen Vergleichs	33
Teil 3	Corporate governance and the executive-employee pay ratio – Evidence from German firms	47
Teil 4	„Say on Pay“ – Einflussfaktoren auf Abstimmungsmöglichkeit und -ergebnisse über Vorstandsvergütungssysteme deutscher Unternehmen	83
Teil 5	The Effects of Corporate Governance on the Value Relevance of IAS 38 R&D Expenditures in Germany	114
Teil 6	Berichterstattung und Determinanten der Geschäfte mit nahe stehenden Personen nach IAS 24 – empirischer Befund der HDAX- und SDAX- Unternehmen	154

Teil 1

Motivation und Forschungsfragen

Inhaltsverzeichnis

1. Forschungsrahmen	3
2. Die Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung – Zur Bedeutung des vertikalen Vergleichs	7
2.1. Forschungsfrage und Untersuchungsdesign.....	7
2.2. Ergebnisse und Forschungsbeitrag.....	9
3. Corporate governance and the executive-employee pay ratio – Evidence from German firms	10
3.1. Forschungsfrage und Untersuchungsdesign.....	10
3.2. Ergebnisse und Forschungsbeitrag.....	13
4. „Say on Pay“ – Einflussfaktoren auf Abstimmungsmöglichkeiten und -ergebnisse über Vorstandsvergütungssysteme deutscher Unternehmen.....	15
4.1. Forschungsfrage und Untersuchungsdesign.....	15
4.2. Ergebnisse und Forschungsbeitrag.....	17
5. The Effects of Corporate Governance on the Value Relevance of IAS 38 R&D Expenditures in Germany.....	18
5.1. Forschungsfrage und Untersuchungsdesign.....	18
5.2. Ergebnisse und Forschungsbeitrag.....	22
6. Berichterstattung und Determinanten der Geschäfte mit nahe stehenden Personen nach IAS 24 – empirischer Befund der HDAX- und SDAX-Unternehmen	23
6.1. Forschungsfrage und Untersuchungsdesign.....	23
6.2. Ergebnisse und Forschungsbeitrag.....	26
7. Literatur.....	27

1. Forschungsrahmen

Den grundlegenden Ausgangspunkt dieser Arbeit bildet die Erkenntnis, dass in einer spezialisierten Arbeitswelt hierarchisch organisierte Unternehmen die Abwicklung von Geschäften auf Grundlage von Vertragsbeziehungen effizient koordinieren (Coase, 1937). Daher kann ein Unternehmen als ein Vertragsgefüge (*nexus of contracts*¹) verstanden werden, in dem die einzelnen teilnehmenden Parteien – vornehmlich kontrollierende und nicht kontrollierende Eigentümer, Unternehmensleitung und weitere Anspruchsgruppen – vertraglich koordiniert werden (Fama, 1980; Fama/Jensen, 1983). Die Vertragsparteien bilden hierbei indes eine heterogene Gruppe mit unterschiedlichen Handlungsmaximen und unterstelltem (eigen-)nutzenmaximierenden, opportunistischen² Verhalten, sodass typischerweise Interessenkonflikte auftreten,³ die mit annahmegemäß asymmetrisch verteilten Informationen zu sogenannten *agency*-Kosten führen.⁴

Bereits 1932 befassten sich Berle/Means in ihrem Werk „*The modern corporation and private property*“ grundlegend mit dem organisationstechnischen Aufbau von Publikumsgesellschaften sowie dem daraus resultierenden Problem der Separation von Eigentum und Verfügungsmacht.⁵ Eine kollektive Unternehmensführung durch die Vielzahl von Anteilseignern ist bei dieser Organisationsform auf Grund prohibitiv hoher Transaktionskosten nicht möglich, sodass die Entscheidungs- bzw. Leitungsbefugnis von den Eigentümern als Auftraggeber (Prinzipale) an das beauftragte Management (Agenten) delegiert wird. Aus dieser per se vorteilhaften Beziehung⁶ resultiert der sogenannte *agency*-Konflikt (Jensen/Meckling, 1976; Holmström, 1979; Grossmann/Hart, 1983): Der Prinzipal verlangt eine, in seinem Interesse an einer Maximierung des Unternehmenswerts bestmögliche Umsetzung der Leitungsaufgabe durch den Agenten, während der Agent dazu tendiert, eigene Konsumvorteile aus seiner Position herauszuziehen.⁷ Dieser Interessenkonflikt ist so lange als unproblematisch zu betrachten, als die durch den Agenten aufgebrachte Anstrengung durch den Prinzipal beobachtbar und kon-

¹ Den Begriff prägend: Jensen/Meckling (1976): “most organizations are simply legal fictions which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals”.

² Zur Begriffserklärung in diesem Kontext siehe Kuhner (2004), S. 255.

³ Vgl. hierzu grundlegend Kuhner (2005), S. 138ff.

⁴ Vgl. Alchian/Demsetz (1972); zum Begriff der *agency*-Kosten: Jensen/Meckling (1976), S. 308-316.

⁵ Schon Smith verwies in seinem bahnbrechenden Werk zum Wohlstand der Nationen 1776 auf diese Problematik der Fremdgeschäftsführung hin: “[B]eeing the managers [...] of other people’s money [...], it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.”, Smith (1937), S. 700.

⁶ Ein klassischer Vorteil ist die Reduktion des Koordinationsproblems, das bei einer gemeinschaftlichen Leitung durch die einzelnen Anteilseigner entstehen würde; vgl. Picot/Michaelis (1984), S. 256.

⁷ Dies beschreiben Jensen/Meckling plastisch mit „manager’s tendency to appropriate perquisites out of the firm’s resources for his own consumption“, Jensen/Meckling (1976), S. 313.

trollierbar ist. Mit der Übertragung der Leitungsbefugnis an den Agenten hat dieser jedoch gegenüber dem Prinzipal einen Informationsvorsprung, sodass der Prinzipal die Vertragserfüllung des Agenten nicht exakt beobachten (*hidden action*) und auf Grund externer Einflüsse auch nicht vom Aufgabenerfolg eindeutig auf den Arbeitseinsatz schließen kann (*hidden information*). Es besteht das moralische Risiko (*moral hazard*), dass der Agent den entstandenen opportunistischen Handlungsspielraum zur persönlichen Nutzenmaximierung und zu Lasten des Prinzipals ausnutzt (Arrow, 1985; Milgrom/Roberts, 1992). Als klassische Motive hierfür werden in der Literatur eine unterstellte Minimierung des Arbeitseinsatzes durch den Agenten (*shirking*) sowie seine Risikoaversion angesehen, die daraus resultiert, dass er sich nicht ausreichend diversifizieren kann (*problem of risk sharing*).⁸

Die aus der stilisierten Interessendivergenz zwischen Prinzipal und Agent resultierenden *agency*-Kosten⁹ können im modernen Wirtschaftsleben durch einen institutionalisierten Motivations- und Überwachungsmechanismus, d.h. durch die Implementierung von Corporate Governance-Strukturen reduziert werden.¹⁰ Unter Corporate Governance haben sich im Laufe der Zeit Regeln guter Unternehmensführung entwickelt, die einen rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen der Unternehmensleitung vorgeben (von Werder, 2011) und so eine Disziplinierung der Managementaktivitäten unter Sicherung einer angemessenen Rendite aus der Unternehmensbeteiligung ermöglichen (Hart, 1995; Shleifer/Vishny, 1997).

Es existiert ein facettenreiches Spektrum an Corporate Governance-Mechanismen zur Überwachung des Managements und Begrenzung seines opportunistischen Verhaltens. So werden zum einen durch die Pflicht zur Offenlegung von Rechnungslegungsinformationen¹¹ im Rahmen der Berichterstattung über Beziehungen zu nahe stehenden Unternehmen und Personen (*Related Party Disclosures*, IAS 24) ungleiche Informationsstände zwischen Prinzipalen und Agenten abgemildert, in dem u.a. mögliche Einflüsse der Agenten und ihnen nahe stehender Wirtschaftssubjekte auf die Lage des Unternehmens offenzulegen sind. Zum anderen kann mit einer vertraglich manifestierten Verhaltenssteuerung über den Entlohnungsmechanismus eine Überwindung des Interessenkonflikts zwischen Prinzipal und Agent erreicht werden: Der Prinzipal steht dann vor der Aufgabe, einen Vergütungsvertrag zu entwerfen, der die Interes-

⁸ Vgl. Eisenhardt (1989), S. 58 sowie grundlegend Holmström (1979).

⁹ Diese ergeben sich aus den Überwachungskosten des Prinzipals (*monitoring expenditures*), den Bindungskosten des Agenten (*bonding expenditures*) und einem verbleibenden Residualverlust (*residual loss*), vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308.

¹⁰ Vgl. hierzu ausführlich Tran (2011), S. 558ff.

¹¹ Zur Rechnungslegung als Überwachungsmechanismus von Agenten vgl. Fama/Jensen (1983); Watts/Zimmerman (1986).

sen des Agenten mit den eigenen, typischerweise exklusiv auf die Maximierung des Unternehmenswerts ausgerichteten Zielen in Einklang bringt. Bei dieser interessenmonistischen Ausrichtung gelingt die Zielharmonisierung, wenn Prinzipal und Agent die gleiche Zielfunktion verfolgen und der Prinzipal die Vergütung des Agenten von einer beobachtbaren, eindeutig verifizierbaren Erfolgsgröße abhängig macht (Kuhner, 2004; Rappaport, 1998). Dies wird im einfachen Standardbeispiel einer Publikumsgesellschaft erreicht, in dem der Agent eine, mindestens seinem Reservationsnutzen entsprechende Kompensation erhält, welche einerseits gewährleistet, dass der Agent den Vergütungsvertrag akzeptiert und andererseits den Agenten durch eine anreizkompatible Performancekomponente auf die Interessen der Eigentümer konditioniert.¹² In der Konsequenz stellt das Vergütungsdesign des Agenten im Rahmen der *agency*-theoretischen Problemformulierung das zentrale Corporate Governance-Instrument zur Überwachung und Steuerung des Vorstandshandelns dar.

Neben ökonomischen Wertungen ist die Höhe und Struktur der Vergütung von Managern der ersten Führungsebene börsennotierter Kapitalgesellschaften auch Gegenstand einer breiten politischen und gesellschaftlichen Debatte,¹³ in die zusätzliche Motive wie Moral- und Gerechtigkeitsvorstellungen einfließen. Generellen Vorwürfen einer zu hohen und zu kurzfristig ausgerichteten Managervergütung im Rahmen der jüngst grassierenden Finanzmarktkrise begegneten nationale und internationale Normensetzer mit einem Kanon neuer Rechtsvorschriften und Standards. So wurden Möglichkeiten einer direkten Abstimmung über die Vergütung der Unternehmensleitung geschaffen („*say on pay*“), verschärfte Anforderungen an die Adjustierung der Bemessungsgrundlage gesetzt und strengere Offenlegungsvorschriften verabschiedet.¹⁴ Jüngster Spross dieser Entwicklung ist der aktuell vom EU-Parlament in erster Lesung verabschiedete Vorschlag der neuen Aktionärsrechterichtlinie. Dieser enthält u.a. die Implementierung turnusmäßiger Abstimmungen über die Vergütungspolitik von Vorständen mit der Möglichkeit eines bindenden Votums, detaillierte Erläuterungs- und Erklärungspflichten zur Entwicklung der Vorstandsgehälter, wie einen Drittvergleich mit der durchschnittli-

¹² Vgl. hierzu grundlegend Göx (2004), S. 31ff; zur Ausgestaltung optimaler Anreizverträge im Grundmodell der *agency*-Theorie vgl. Gillenkirch (1997), S. 53-128.

¹³ So merkte hierzu bereits Schwalbach an: „Kaum ein Thema erhitzt die Gemüter der weltweiten Öffentlichkeit derart wie die Vergütung von Führungskräften der Wirtschaft.“, Schwalbach (1999), S. 592. Zur aktuellen, gesellschaftlichen Debatte im deutschen Rechtsraum vgl. Bachmann (2016), Rn. 936; plakativ siehe auch Bundestag (2016).

¹⁴ Exemplarisch für den deutschen Rechtsrahmen seien hier das Gesetz zur Offenlegung der Vorstandsvergütung (VorstOG), das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), die Institutsvergütungsverordnung (InstitutsVergV) und die ständigen Überarbeitungen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK), zuletzt in 2017, genannt.

chen Arbeitnehmervergütung sowie erweiterte Berichterstattungspflichten bei Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen.¹⁵

Diese Arbeit umfasst fünf Beiträge, die sich vor dem Hintergrund eines deutschen Sample im Hinblick auf Corporate Governance, insbesondere der Vorstandsvergütung und Rechnungslegung mit den aufgeworfenen Problemen befassen. Der erste Beitrag (*Die Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung – Zur Bedeutung des vertikalen Vergleichs*) problematisiert die Ermittlung der marktüblichen Entlohnung als Referenzvergütung mit besonderem Fokus auf das innerbetriebliche Lohn- und Gehaltsgefüge, das ein Aufsichtsrat bei dem Vertragsangebot an den Vorstand berücksichtigen muss. Der Aufsatz ist im Jahr 2013 in *Board - Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland* erschienen.

Der zweite Beitrag (*Corporate governance and the executive-employee pay ratio – Evidence from German firms*) untersucht empirisch, ausgehend von neueren Regulierungsansätzen auf nationaler und europäischer Ebene, den Einfluss von Corporate Governance-Mechanismen auf Manager-Arbeitnehmer-Vergütungsrelationen in einem deutschen Setting. Der Aufsatz wurde auf dem 7. *International Workshop on Accounting & Regulation 2016*, der gemeinschaftlich vom European Institute for Advanced Studies in Management und dem Department of Business & Law der Universität Siena organisiert wird, vorgetragen und diskutiert. Darüber hinaus wurde ich eingeladen, die Forschungsergebnisse auf dem 40. *European Accounting Association Annual Congress 2017* in Valencia und der 79. *Wissenschaftlichen Jahrestagung des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft (VHB)* in St. Gallen zu präsentieren. Der Beitrag stellt das Ergebnis der gemeinsamen Arbeit mit Prof. Dr. Christoph Pelger, Universität Innsbruck, dar.

Im dritten Beitrag („*Say on Pay*” – *Einflussfaktoren auf Abstimmungsmöglichkeiten und -ergebnisse über Vorstandsvergütungssysteme deutscher Unternehmen*) wird die erstmalige Durchführung des unverbindlichen, d.h. konsultativ ausgestalteten Hauptversammlungsvo­tums zum Vorstandsvergütungssystem beleuchtet. Neben der Analyse, welche Einflussfaktoren eine Abstimmung herbeiführen, werden mögliche Erklärungsansätze für die Voten der Eigentümer eruiert. Der Aufsatz ist in Koautorenschaft mit Prof. Dr. Christoph Pelger, damals Akademischer Rat am Seminar für ABWL und für Wirtschaftsprüfung, Universität zu Köln,

¹⁵ Vgl. EU-Parlament (2017), insb. die neuen Artikel 9a, 9b, 9c. Darüber hinaus sieht der Vorschlag der EU-Kommission verschärfend die Berücksichtigung und Offenlegung von Vergütungsrelationen bezogen auf das Verhältnis von Vorstandsvergütung zu durchschnittlicher Arbeitnehmerentlohnung vor, vgl. Art. 9a, Abs. 3 EU-Kommission (2014).

entstanden und wurde im Jahr 2013 in der Zeitschrift *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP)* veröffentlicht.

Der vierte Beitrag (*The Effects of Corporate Governance on the Value Relevance of IAS 38 R&D Expenditures in Germany*) analysiert die Wertrelevanz einer Aktivierung bzw. aufwandswirksamen Bilanzierung von Forschungs- und Entwicklungsausgaben nach IAS 38 in einem deutschen Umfeld und untersucht in einer weiteren empirischen Analyse den Einfluss spezifischer Corporate Governance-Mechanismen auf diese Wertrelevanz. Der Aufsatz wurde auf der 49. *British Accounting and Finance Annual Conference 2013* in Newcastle, dem 36. *European Accounting Association Annual Congress 2013* in Paris und dem 6. *International Workshop on Accounting & Regulation 2013* in Siena präsentiert. Im Jahr 2014 wurde der Beitrag bei dem *Journal of Accounting and Public Policy* erstmals eingereicht und zur Wiedereinreichung angenommen. Der Aufsatz ist in Zusammenarbeit mit den ehemaligen wissenschaftlichen Mitarbeitern am Seminar für ABWL und für Wirtschaftsprüfung, Universität zu Köln, Dr. Christian Engelen, M.Sc. und Dr. Duc Hung Tran, entstanden.

Der fünfte Beitrag (*Berichterstattung und Determinanten der Geschäfte mit nahe stehenden Personen nach IAS 24 – empirischer Befund der HDAX- und SDAX-Unternehmen*) geht der Forschungsfrage der Publizitätspraxis und -qualität über Geschäfte mit nahe stehenden Personen nach und untersucht empirisch, eingebettet in das deutsche Corporate Governance-Umfeld, welche Einflussfaktoren diese Transaktionen determinieren. Der Aufsatz wurde auf der gemeinschaftlich organisierten *International Accounting Conference 2013* der Abteilung Rechnungswesen des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft (VHB) und der International Association for Accounting Education and Research in Frankfurt a.M. vorgetragen und zur Diskussion gestellt. Im selben Jahr wurde der Aufsatz in der *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR)* publiziert. Der Aufsatz entstand in Koautorenschaft mit Dr. Christian Engelen, M.Sc., ehemals Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Seminar für ABWL und für Wirtschaftsprüfung, Universität zu Köln.

2. Die Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung – Zur Bedeutung des vertikalen Vergleichs

2.1. Forschungsfrage und Untersuchungsdesign

Der Beitrag „*Die Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung – Zur Bedeutung des vertikalen Vergleichs*“ behandelt die normative Auslegung der mit dem Gesetz zur Angemessenheit der

Vorstandsvergütung (VorstAG) inkludierten und durch die Kodexänderung (DCGK) in 2013 konkretisierten Berücksichtigung der (Markt-)Üblichkeit als Kriterium für die Konzipierung von Vergütungsverträgen.¹⁶ Mit der Üblichkeit stellt der Gesetzgeber auf zweidimensionale Vergleichsmaßstäbe ab, indem auf horizontaler Ebene die Branchen-, Größen- und Landesüblichkeit herangezogen werden sollen (horizontaler Vergleich) und auf vertikaler Ebene das Lohn- und Gehaltsgefüge innerhalb des Unternehmens zu berücksichtigen ist (vertikaler Vergleich).

Während grundsätzlich ein Konsens darüber besteht, wie der horizontale Vergleich angestellt werden kann, verblieb die Gesetzesbegründung zur Vertikalität vage („Maß und Bezug zu den Vergütungsgepflogenheiten und dem Vergütungssystem im Unternehmen im Übrigen“¹⁷). So wurde der vertikale Vergleich in der Rechtsdogmatik als nicht justiziabel erachtet¹⁸ und auf Grund mangelnder Objektivierbarkeit in der Bedeutung hinter den horizontalen Vergleich gestellt. Ungeachtet dessen kann es auch zu Anwendungskollisionen kommen, wenn beide Vergleichsdimensionen unterschiedliche Ergebnisse liefern oder zur Ermittlung des vertikalen Vergleichs Parameter der horizontalen Ebene herangezogen werden, beispielsweise sich die Vergütungshöhe an (üblichen) internationalen Usancen orientiert und dies möglicherweise zu einem (unüblichen) unternehmensinternen Gehaltsgefüge führt.

Mit der Konkretisierung des bisher stiefmütterlich behandelten vertikalen Vergleichs durch die Änderung des DCGK in 2013 wurde diese Vergleichsebene inhaltlich und materiell aufgewertet. Der Bezugsrahmen umfasst nun „das Verhältnis der Vorstandsvergütung zur Vergütung des oberen Führungskreises und der Belegschaft insgesamt“ (Ziffer 4.2.2), womit auf eine Relation abgestellt wird, deren Referenzpunkte vom Aufsichtsrat bestimmt werden. Mit der Formulierung einer Relation von Vorstandsvergütung zu Mitarbeitervergütung wird damit erstmals eine Parametrisierung des vertikalen Vergleichsumfeldes vorgenommen, die sich in die gesellschaftliche und politisch geführte Debatte nahtlos einfügt,¹⁹ ohne direkt eine Quantifizierung vorzunehmen. Insgesamt scheint das „richtige“ Verhältnis dieser Manager-Arbeitnehmer-Vergütungsrelationen noch nicht gefunden, und die Vorschriften zum vertikalen

¹⁶ Der Gesetzgeber dekretierte die Üblichkeit neben der Leistungsbezogenheit und Nachhaltigkeit der Vorstandsvergütung als Kriterium für die Angemessenheit der Gesamtbezüge. Vgl. hierzu und zur Ausgestaltung von Vergütungsverträgen nach dem VorstAG: Kuhner et al. (2017), S. 18-26.

¹⁷ Bundestag (2009), S. 10.

¹⁸ Bauer/Arnold (2009), S. 720; siehe auch Hohenstatt/Kuhnke (2009), S. 1351.

¹⁹ Siehe zum Beispiel die medial viel Aufsehen erregende Schweizer Volksinitiative „1:12 - Für gerechte Löhne“, wonach der höchst bezahlte Top-Manager maximal das Zwölf-fache des niedrigsten von dem Unternehmen bezahlten Lohns verdienen soll.

len Vergleich bedürfen weiterhin der Auslegung. Problematisch in diesem Zusammenhang ist, dass der Aufsichtsrat durch das VorstAG und die aktuellen Kodexregelungen stärker in die Pflicht genommen und vor neue Herausforderungen im Hinblick auf das von Regulierungsebene angestrebte *benchmarking* gestellt wird.

2.2. Ergebnisse und Forschungsbeitrag

Die Marktüblichkeit kann als eine Zulässigkeitsgrenze der gewährten Vorstandsbezüge betrachtet werden, die der Aufsichtsrat festlegt; was darüber hinausgeht, ist unüblich und erfordert einer besonderen Begründung bzw. kann Haftungsfragen nach sich ziehen. Die Marktüblichkeit als Kriterium birgt aus ökonomischer Sicht die Gefahr, dass durch Aufschaukelungseffekte eine Vergütungsspirale in Gang gesetzt wird („*ratcheting-up effect*“, Bebchuk/Fried, 2004), demnach bei der Vergütungsfestsetzung auf *peer groups* referenziert wird, die im oberen Bereich des Vergleichsumfelds liegen. Kritiker merken an, dass die Marktüblichkeit sich hier auf einen ineffizienten Markt bezieht – konkret den Arbeitsmarkt für Top-Manager –, der vermutlich auf Grund von *agency*-Konflikten unvollkommen sei.²⁰ Zudem ist insbesondere der vertikale Vergleich durch den Vorstand gestaltbar; beispielweise kann durch Unternehmensumstrukturierungen Einfluss auf das interne Lohn- und Gehaltsgefüge genommen werden. Ob mit der Abstimmung auf ein Vergleichsumfeld Vergütungsexzesse, wie durch den Gesetzgeber intendiert, verhindert werden können oder ob Corporate Governance-Faktoren einen Einfluss auf das vertikale Verhältnis ausüben, ist Aufgabe der betriebswirtschaftlichen Forschung. Eine Möglichkeit, die Vertikalität messbar zu gestalten ist, die Vergütung eines Vorstandsmitglieds in Relation zu der Vergütung eines durchschnittlichen Arbeitnehmers, verstanden als Aufwand für Lohn und Gehalt, zu setzen. Eine in diesem Beitrag durchgeführte erste Erhebung dieser Manager-Arbeitnehmer-Vergütungsrelation für den Zeitraum, ab der die Regelungen des VorstAG anzuwenden waren, zeigt für die in der öffentlichen Diskussion präsenten Unternehmen der ersten Reihe (DAX), dass die Verhältnisse im DAX-Durchschnitt von 40:1 im Krisenjahr 2009 auf 47:1 im Jahr 2012 anstiegen.

In der Gesamtbetrachtung formuliert der Beitrag – neben der Problematisierung der aufgeworfenen Fragen – einen ersten Anforderungsrahmen zur Ermittlung der marktüblichen Vergütung unter Berücksichtigung der aktuellen DCGK-Regelungen. Der Fokus liegt hier auf dem vertikalen Vergleich, der durch die Kodexänderung in 2013 parametrisiert und aufgewertet wurde. Es ist Aufgabe des Aufsichtsrats, die relevanten Vergleichsgruppen (*peer groups*) zu

²⁰ Vgl. Crass (2012), S. 46f.

identifizieren und festzulegen: Vorstand, oberer Führungskreis, Gesamtbelegschaft. Die Fragen der begrifflichen Abgrenzbarkeit dieser Personenkreise müssen dabei vom Aufsichtsgremium geklärt werden, da der Kodex dies bewusst offen lässt.

3. Corporate governance and the executive-employee pay ratio – Evidence from German firms

3.1. Forschungsfrage und Untersuchungsdesign

Der Aufsatz „*Corporate governance and the executive-employee pay ratio – Evidence from German firms*“ zeigt empirisch auf, wie, basierend auf *agency*-theoretischen Fundierungen, Corporate Governance-Strukturen als Erklärung für das Ausmaß von Manager-Arbeitnehmer-Vergütungsrelationen, sogenannte *pay ratios*, beitragen können. Dabei werden die Vergütungsrelationen als Funktion der Corporate Governance und verschiedener Kontrollvariablen operationalisiert. Zur Bestimmung der Vergütungsrelation wird approximativ das Verhältnis aus Vorstandsvergütung und arithmetisch gemittelter Mitarbeitervergütung gebildet. Der Untersuchung liegt eine Stichprobe der in den Indizes DAX, MDAX, TecDAX und SDAX über den Zeitraum 2006-2013 notierenden Unternehmen zu Grunde.

Während in der letzten Dekade die Vergütungsforschung noch exklusiv auf Erklärungsansätze für Höhe und Struktur der an das Top-Management gewährten und geflossenen Kompensationszahlungen fokussierte,²¹ ist in letzter Zeit ein Forschungstrend zu konstatieren, der zudem auf die Analyse von Manager-Arbeitnehmer-Vergütungsrelationen gerichtet ist. Als Anstoß für Forschungsarbeiten auf diesem Gebiet können ein starkes öffentliches Interesse (Greckhamer, 2016) und weltweit fortschreitende Regulierungsbestrebungen angeführt werden, die neue Forschungsmöglichkeiten bieten (Wagenhofer, 2016). Hierzu haben nationale und internationale Normsetzer Regeln erlassen, die auf unterschiedliche Weise die Berücksichtigung und Offenlegung von Vergütungsrelationen vorschreiben. So sehen sowohl der aktuelle Entwurf der neuen Aktionärsrechterichtlinie der EU-Kommission als auch die im Juli des vergangenen Jahres verabschiedeten Vorschriften der SEC sowie die nationalen Vorgaben des AktG bzw. Empfehlungen des DCGK Regelungen zu Manager-Arbeitnehmer-Vergütungsrelationen vor.

²¹ Vgl. für viele Rapp/Wolff (2010); Edmans/Gabaix (2009); Murphy (1999).

Theoretischer Hintergrund der Ausführungen ist der aus der *agency*-Theorie abgeleitete *managerial power approach*,²² demzufolge der Manager durch eine starke Verhandlungsmacht selbst Einfluss auf die eigene Vergütung nimmt.²³ Dies ist u.a. möglich, wenn das Management gegenüber den Mitgliedern des Kontrollgremiums eine Machtposition innehat (Bebchuk et al., 2002; Bebchuk/Fried, 2004), der Manager sicherstellt, dass er für das Unternehmen unverzichtbar ist (Shleifer/Vishny, 1989) oder selbst in der Rolle als Aktionär auftritt und dadurch seine Verhandlungsmacht absichert (Morck et al., 1988; Farinha, 2003). Jüngste empirische Erkenntnisse deuten eher darauf hin, dass *managerial power* eine höhere Erklärungskraft für das Verhandlungsergebnis von Vergütungsverträgen zugesprochen wird, als der Standardlösung der *agency*-Theorie (*optimal contracting*) (van Essen et al., 2015; Engelen, 2015)²⁴. Typischerweise reflektiert sich die Verhandlungsmacht des Agenten in dem ausgehandelten Vergütungsvertrag und der schließlich gewährten Entlohnung an den Manager. Hohe Kompensationszahlungen lassen eine starke Machtposition des Managers vermuten (Core et al., 2005). Installierte Corporate Governance-Mechanismen könnten indes eine limitierende Wirkung auf die Verhandlungsmacht des Managers entfalten und sind möglicherweise geeignet, die Vergütung des Agenten zu beschränken. Dieser Disziplinierungseffekt, so ist zu vermuten, würde in niedrigeren *pay ratios* resultieren.²⁵

Das dualistische deutsche Corporate Governance-System unterscheidet sich vom monistisch geprägten System angloamerikanischer Länder in erster Linie durch die zweifache Organstruktur, die sich in einer zwingenden Trennung von Unternehmensleitung (Vorstand) und Kontrolle (Aufsichtsrat) manifestiert. Typische Anspruchsgruppen in den Aufsichtsgremien sind neben den Arbeitnehmervertretern die Interessenvertreter der Eigentümer. Grundsätzlich hat eine hohe Eigentümerkonzentration einen regulierenden Effekt auf das Management bzw. dessen Vergütung (Elston/Goldberg, 2003; Rapp/Wolff, 2010). Im Hinblick auf die Eigentümerstrukturen hat sich in den letzten Jahren indes ein Wandel vollzogen, verbunden mit einer

²² Auch wenn sich die Managerialismustheorie in den Forschungsarbeiten eher auf angloamerikanisch geprägte Publikumsgesellschaften bezieht, sind die Grundzüge dieser Theorie auf das deutsche Corporate Governance System übertragbar (Thüsing, 2003).

²³ Während im *agency*-theoretischen Standardfall der Arbeitseinsatz des Managers das *agency*-Problem darstellt, das mit Hilfe effizienter Verträge (*optimal contracting*) gelöst wird, ist bei *managerial power* die Vergütung an sich das *agency*-Problem. Für eine Lösung des *agency*-Problems im Fall starker Verhandlungsmacht des Agenten vgl. Göx (2004).

²⁴ Grundsätzlich gelten beide Erklärungsansätze – *optimal contracting* und *managerial power* –, was auch erschwert, das Verhandlungsergebnis bzw. die Vorstandsentslohnung exklusiv einer Konzeption zuzuordnen. Hierzu merkte Murphy treffend an: „Indeed, what makes CEO pay both interesting and complicated is the fact, that efficient contracting, managerial power and political paradigms co-exist and interact.“, Murphy (2013), S. 346.

²⁵ Indes wird die *pay ratio* definitionsgemäß auch durch die Arbeitnehmervergütung beeinflusst, weshalb um solche Effekte (Mitarbeiterqualifikation; Internationalisierungsgrad) in der Untersuchung kontrolliert wird.

Hinwendung zu angloamerikanischen Usancen (Hackethal et al. 2003; 2005). So haben traditionell starke Blockholder, wie Banken, im Rahmen der Entflechtung der „Deutschland AG“ ihre Kapitalbeteiligungen zurückgefahren und scheinen eine geringere Rolle in der Überwachung der Vorstandsaktivitäten zu spielen. Dies kann einerseits zu einem Kontrollvakuum führen, das von Managern für diskretionäre Handlungsspielräume (*managerial discretion*) ausgenutzt wird (Engelen, 2015; Rapp/Wolff, 2010). Andererseits sind (Gründer-)Familien fortwährend in den Kontrollgremien präsent, was eine Besonderheit des deutschen Corporate Governance-Systems darstellt (Kaserer/Moldenhauer, 2008).

Zudem ändern sich Eigentümerstrukturen im Zeitverlauf nur langsam, sodass andere traditionelle Blockholder, wie strategische Investoren, weiterhin in den Aufsichtsgremien vertreten sind. Die Größe des Leitungsgremiums spiegelt sich oft in den Spezialisierungserfordernissen wider. So werden Firmen zu immer komplexeren Organisationen, was eine stärkere Arbeitsaufteilung zwischen den Vorständen erforderlich macht und eine stärkere Nachfrage nach talentierten Entscheidungsträgern nach sich zieht (Faleye et al., 2013); dies gilt auch für Aufsichtsräte. Zudem steht größeren Aufsichts- und Leitungsgremien auch ein höherer Koordinationsbedarf gegenüber, um letztlich zu einer einheitlichen Entscheidungsfindung zu gelangen. Schließlich nimmt die Struktur der Vorstandsvergütung eine entscheidende Rolle ein; insbesondere ein exzessiv hoher variabler Vergütungsanteil deutet auf ein *rent-seeking* Verhalten des Vorstands hin, was wiederum für *managerial entrenchment* sprechen kann. Aufbauend auf den typisierenden Merkmalen des deutschen Corporate Governance-Systems werden folgende Hypothesen aufgestellt:

H1: Die Eigentümerkonzentration hat einen negativen Effekt auf *pay ratios*.

H2a: Der Anteilsbesitz von Familien, strategischen Investoren und Banken hat einen negativen Einfluss auf *pay ratios*.

H2b: Der Anteilsbesitz des Managements hat einen positiven Einfluss auf *pay ratios*.

H3a: Die Größe des Vorstandsgremiums hat einen Effekt auf *pay ratios*.

H3b: Die Größe des Aufsichtsrats hat einen Effekt auf *pay ratios*.

H4: Das Ausmaß der variablen Vergütung des Vorstandsvorsitzenden/eines Vorstandsmitglieds hat einen positiven Effekt auf *pay ratios*.

Neben den in den Hypothesen formulierten erklärenden Governance-Variablen werden weitere exogene Variablen eingesetzt, die für die durchschnittliche Arbeitnehmervergütung kon-

trollieren. Dies ist erforderlich, weil die Arbeitnehmervergütung als Nennergröße ebenfalls die *pay ratio* beeinflusst. Daher wird die Qualifikation der Mitarbeiter kontrolliert, welche vermutlich das Lohnniveau und damit die Vergütungsrelation beeinflusst. Ferner wird der Internationalisierungsgrad eines Unternehmens kontrolliert, da das Lohnniveau im Ausland beschäftigter Mitarbeiter ebenso in die gemittelte Arbeitnehmervergütung einfließt. Sämtliche Vergütungsvariablen (Vorstands- und Mitarbeitervergütung) wurden händisch aus Geschäfts- bzw. Vergütungsberichten erhoben. Die Eigentümervariablen wurden per Hand dem Hoppenstedt Aktienführer entnommen. Alle weiteren Variablen wurden einschlägigen Datenbanken entnommen (Thomson Reuters Datastream, WRDS Compustat Global).

3.2. Ergebnisse und Forschungsbeitrag

Die Befunde dieser Untersuchung dokumentieren einen signifikanten Zusammenhang zwischen Corporate Governance-Strukturen und Manager-Arbeitnehmer-Vergütungsrelationen. Es zeigt sich, dass eine hohe Eigentümerkonzentration zu niedrigeren *pay ratios* führt. Dies steht im Einklang mit der Managerialismustheorie, wonach wenige, aber auf Grund ihres vergleichsweise hohen Anteilsbesitzes mächtige Eigentümer in der Lage sind, das Management effektiv zu kontrollieren und *managerial entrenchment* zu beschränken. Insbesondere Familieneigentümer und strategische Investoren beeinflussen die *pay ratio* negativ und scheinen ein Interesse zu haben, die *agency*-Kosten gering zu halten. Indes entfalten die in der Vergangenheit traditionell stark mit der Privatwirtschaft verflochtenen Kreditinstitute keinen kontrollierenden Einfluss durch ihre Eigentümerposition. In Einklang mit dem *managerial power approach* führt ein höherer Anteilsbesitz des Managements zu höheren *pay ratios*. Hier scheinen, der Literaturmeinung folgend, die Manager ihre Aktienbeteiligung zur Absicherung ihrer Verhandlungsmacht auszunutzen.

Zudem beeinflusst die Größe des Vorstandsgremiums die *pay ratios*. Dabei scheint die Variable in den Modellen, in denen nicht für Komplexität kontrolliert wird, als Messgröße für Komplexität zu fungieren. In diesem Fall hat die Vorstandsgröße einen signifikant positiven Effekt auf die *pay ratios*; wird hingegen um Komplexität kontrolliert, ergibt sich ein negativer linearer Zusammenhang zwischen Vorstandsgröße und Vergütungsrelation. Dieses Ergebnis korrespondiert mit der Argumentation, dass mit steigender Gremiengröße eine stärkere Spezialisierung und Arbeitsteilung der einzelnen Vorstandsmitglieder einhergeht und somit weniger Machtfülle einem Vorstandsmitglied zuteil wird. Im Hinblick auf die Größe des Aufsichtsrats ist der Effekt unklar: Im einfachsten Modell ist zunächst ein signifikant positiver

Zusammenhang zwischen *pay ratio* und Gremiengröße zu konstatieren. Wird allerdings für Komplexität kontrolliert, wird der Effekt schwächer. Die Signifikanz erlischt, wenn überdies für Mitarbeiterqualifikation und Internationalisierungsgrad kontrolliert wird. Im Hinblick auf die Vergütungsstruktur zeigen die Ergebnisse einen stark positiven Einfluss der variablen Vergütung auf die Höhe der *pay ratios*. Die Schlussfolgerungen hieraus sind indes nicht eindeutig. Das Ergebnis lässt die Interpretation eines *rent-seeking* Verhaltens des Managements unter der Annahme von *managerial entrenchment* ebenso zu wie die Vermutung einer geeigneten Anreizgestaltung bei Vorliegen effizienter Verträge (*optimal contracting*).²⁶

Insgesamt zeigen die Ergebnisse, dass sich die Höhe der *pay ratios* nicht vor allem auf Größeneffekte zurückführen lässt, sondern Corporate Governance-Faktoren einen entscheidenden Beitrag zur Erklärung von Manager-Arbeitnehmer-Vergütungsrelationen leisten. Diverse Robustheitstests indizieren, dass die zusammengetragenen Befunde stabil bleiben.

Obwohl Vergütungsrelationen eine Aufwertung auf regulatorischer Ebene erfahren haben, beschäftigen sich bisher (noch) wenige empirische Studien mit dieser Thematik. Für ein deutsches Setting, was sich insbesondere von dem anglo-amerikanischen Governance-System unterscheidet, existieren bisher wenige deskriptive und zumeist im Zusammenhang mit anderen Forschungsfragen verfasste Studien.²⁷ Hier schließt dieser Beitrag eine Forschungslücke, indem für ein deutsches Sample eine erste empirische Überprüfung des Zusammenhangs zwischen Mechanismen der Corporate Governance und Vergütungsrelationen durchgeführt wird. Zum einen liegt der Erkenntnisgewinn in dem Erklärungsgehalt spezifischer Corporate Governance-Variablen für Manager-Arbeitnehmer-Vergütungsrelationen. Zum anderen schließt die Studie an internationale Befunde, die sich mit den Determinanten von *pay ratios* befassen, an und ergänzt diese vor dem Hintergrund eines dualistischen Systems der Unternehmensverfassung. Schließlich ergeben sich aus diesem Beitrag auch mögliche Implikationen für den weiteren Regulierungsprozess auf nationaler und europäischer Ebene.

²⁶ Zu dieser Kontroverse und Interpretation variabler Vergütungsbestandteile vgl. umfassend Shan/Walter (2016), S. 621ff.

²⁷ Vgl. z.B. Götz/Stahl (2016); Conyon/Schwalbach (2000).

4. „Say on Pay“ – Einflussfaktoren auf Abstimmungsmöglichkeiten und -ergebnisse über Vorstandsvergütungssysteme deutscher Unternehmen

4.1. Forschungsfrage und Untersuchungsdesign

Der Beitrag „Say on Pay“ – Einflussfaktoren auf Abstimmungsmöglichkeiten und -ergebnisse über Vorstandsvergütungssysteme deutscher Unternehmen“ beleuchtet einen weiteren Imperativ der deutschen Vergütungsregulierung, der im Hinblick auf die *agency*-theoretische Problemlösung auf ein direktes Engagement der Aktionäre in Form eines Hauptversammlungsvotums zielt. Mit diesem in Anlehnung an britische Usancen genannten plakativen „say on [executive] pay“ wird den Aktionären das Recht eingeräumt, direkt über die zwischen Aufsichtsrat und Vorstand verhandelte Vergütung zu befinden und somit ihre Zufriedenheit oder ihr Missfallen über das Entlohnungssystem zum Ausdruck zu bringen. Insofern liegt ein Corporate Governance-Instrument vor, das durch *shareholder activism* zur Milderung von *agency*-Konflikten beiträgt (Alissa, 2015).

Liegen effiziente Arbeitsverträge (*optimal contracting*) vor, so wird über den Entlohnungsmechanismus ein Gleichlauf der Interessen zwischen Agent und Prinzipal erreicht und der Wettbewerb würde für eine optimale Entlohnung sorgen, gleichzeitig aber *say on pay* überflüssig machen. Ein entsprechendes Hauptversammlungsvotum würde (nur) zur Bestätigung der effizienten Verträge führen. Insofern ergibt sich die Motivation für *say on pay* aus einem Szenario suboptimaler Entlohnungsverträge aus Perspektive der Anteilseigner (*managerial power approach*). Die potenzielle Wirkung von *say on pay* ist abhängig von der gewählten Ausgestaltungsvariante (Göx/Kunz, 2012). Hier hat sich der deutsche Gesetzgeber für ein nicht-bindendes, d.h. konsultatives Votum entschieden, dessen Abstimmungsgegenstand das Vergütungssystem des Vorstands ist (§ 120, Abs. 4 AktG). Das *say on pay* forciert seine Wirkung somit ausschließlich über den Reputationsmechanismus, indem durch eine hohe Unzufriedenheit ein negatives Signal an *stakeholder* und Kapitalmarkt adressiert wird und das Management bzw. den Aufsichtsrat möglicherweise unter Rechtfertigungsdruck setzt.²⁸ Indes hat der Vorstand die Möglichkeit, ein etwaiges missfallendes Votum zum Vergütungssystem durch einfachen Verzicht als Tagesordnungspunkt der Hauptversammlung zu vermeiden.²⁹

²⁸ Zur Einführung von *say on pay* in Deutschland mit spektakulären Einzelfällen, in denen es zu einer Missbilligung des Vergütungssystems kam, vgl. Vesper-Gräske (2013).

²⁹ Damit ist das *say on pay* in drei Dimensionen unverbindlich: erstens in der Aufnahme auf die Tagesordnung, die der Vorstand bestimmt (§ 121 Abs. 2 Satz 1 AktG), zweitens in der Turnusmäßigkeit der Anwendung, drittens im Ausgang des Votums.

Mit der vorliegenden empirischen Untersuchung werden die Ergebnisse der Hauptversammlungsvoten zum *say on pay* der ersten möglichen Anwendungsjahre 2010 und 2011 anhand einer Stichprobe der im deutschen Prime Standard notierenden Unternehmen untersucht. Dabei wird in zwei Schritten vorgegangen: Zunächst wird analysiert, welche Faktoren entscheidend sind, damit die Abstimmung zum Vergütungssystem vom Vorstand auf die Tagesordnung gehoben wird. Dazu werden die ersten drei Hypothesen getestet:

H1: Die Wahrscheinlichkeit der Aufnahme auf die Tagesordnung nimmt in höherer übermäßiger Entlohnung ab.

H2: Die Wahrscheinlichkeit zur Aufnahme auf die Tagesordnung nimmt mit geringerem Anteil variabler Entlohnung ab.

H3: Die Wahrscheinlichkeit zur Aufnahme auf die Tagesordnung ist bei individualisierter Offenlegung der Vorstandsentslohnung höher.

In einem weiteren Schritt wird untersucht, welche Faktoren bei Durchführung von *say on pay* die Abstimmungsergebnisse erklären. Hierzu wird folgendes vermutet:

H4: Die Missbilligung steigt in höherer übermäßiger Entlohnung.

H5: Die Missbilligung sinkt im Anteil der anreizkompatiblen Entlohnung.

H6: Die Missbilligung ist bei individualisiertem Ausweis der Vorstandsvergütung c.p. geringer ausgeprägt.

Als abhängige Variablen kommen für die Hypothesen H1-H3 eine dichotom kodierte Indikatorvariable zur Anwendung, welche die Designation des *say on pay* als Tagesordnungspunkt misst. Für die Hypothesen H4-H6 wird die Missbilligungsquote operationalisiert als prozentualer Anteil der Nein-Stimmen zum Vergütungsvotum. Erklärende Variablen sind die übermäßige Vergütung,³⁰ der Anteil variabler Vergütung an der Gesamtvergütung und eine Transparenzvariable zur Offenlegung der Vorstandsbezüge. Weitere Variablen kontrollieren um die Eigentümerstruktur, Performance- und Größenmerkmale sowie die Kapitalstruktur. Die genutzten Daten wurden größtenteils per Hand erhoben (Hauptversammlungsprotokolle, Ge-

³⁰ Die übermäßige Vergütung stellt die positive Differenz aus tatsächlich gewährter Entlohnung und mittels multivariater Verfahren geschätzter Kompensation dar. Schätzer der übermäßigen Vergütung ist das Residuum einer OLS-Regression der Vorstandsvergütung auf typische Determinanten der Vorstandsentslohnung wie Unternehmensgröße, Kapitalstruktur, Performancemaße, Branchen- und Jahreseffekte sowie weitere erklärende Variablen. Plakativ ausgedrückt ist die übermäßige Vergütung „the difference between what managers’ influence enables them to obtain and what they would get under arm’s-length contracting.“, Bebchuk/Fried (2005), S. 9.

schäfts- und Vergütungsberichte, Hoppenstedt Aktienführer), ansonsten aus Worldscope Database bzw. Thomson Reuters Datastream bezogen.

4.2. Ergebnisse und Forschungsbeitrag

Die deskriptiven Befunde zeigen auf, dass *say on pay* in der Gesamtstichprobe bei knapp jeder dritten Hauptversammlung auf der Tagesordnung stand. Dies lässt sich einerseits auf die Unverbindlichkeit der Turnusmäßigkeit zurückführen, gibt allerdings auch den Kritikern in gewisser Weise recht, die die Wirksamkeit dieses „Enforcement“-Mechanismus in Frage stellen. Andererseits wird argumentiert, dass bei einer unverbindlichen Abstimmungsfrequenz ein Votum einzuholen nur dann konsequent ist, wenn ein neues Vergütungssystem implementiert oder das Bisherige geändert wird.³¹ Gemessen daran kann die Abstimmungshäufigkeit auch als relativ hoch interpretiert werden. Im Vergleich zu internationalen Studien ist zudem die Missbilligungsquote geringer ausgeprägt.

Es hat sich gezeigt, dass wider Erwarten eine übermäßige Vergütung des Managements, d.h. eine zusätzliche Entlohnung, die nicht durch Unternehmensgröße, Performancemaße oder Branchen- bzw. Jahreseffekte erklärt wird, keinen Einfluss auf die Entscheidung des Vorstands hat, auf eine Abstimmung zum Vergütungssystem zu verzichten. Dies ist insofern bemerkenswert, da nach internationalen Studien eine übermäßige Vergütung mit einer höheren Missbilligungsrate assoziiert ist (Conyon/Sadler, 2010; Alissa, 2015), die Vorstände diese Erkenntnis aber entweder nicht auf ein deutsches Setting übertragen oder keine negativen Konsequenzen befürchten, die von einem ablehnenden Votum ausgehen können. Zudem scheint eine stärkere Transparenz, d.h. eine Offenlegung der Vorstandsbezüge in individualisierter Form, keinen Effekt auf die Designation des Vergütungsvotums zu haben. Hier war erwartet worden, dass der Vorstand die Honorierung eines Transparenzbewusstseins durch das Kapitalmarktpublikum antizipiert und daher geneigt ist, ein Hauptversammlungsvotum herbeizuführen. Indes ist *say on pay* eher Gegenstand von Hauptversammlungen, wenn die Entlohnungspakete von Vorständen einen hohen variablen Anteil enthalten. Dieser Zusammenhang lässt sich auf *agency*-theoretische Argumentationen zurückführen, wonach eine Interessenangleichung zwischen Unternehmensleitung und Kontrolle über eine anreizorientierte, an Erfolgsfaktoren ausgerichtete, variable Entlohnung herbeigeführt wird. Ein hoher Streubesitzanteil erhöht ebenfalls die Wahrscheinlichkeit zur Durchführung eines Hauptversammlungsvotums. Hier besteht vermutlich für das Management bzw. das Unternehmen ein höherer

³¹ Vgl. Hoffmann (2010), Kommentierung zu § 120, Rn. 54.

Legitimationsdruck, sich das Vergütungssystem von, im Vergleich zu Blockholdern, tendenziell weniger stark informierten (Klein-)Aktionären genehmigen zu lassen.³²

Im Hinblick auf die Abstimmungsergebnisse besteht kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen einer übermäßigen Vergütung und der Missbilligungsquote, was den internationalen Befunden, welche eine höhere Ablehnung bei exzessiver Entlohnung feststellen, widerspricht. Somit ist zu konstatieren, dass das Hauptversammlungsvotum nicht für Unmutsbekundungen von Aktionärsseite genutzt wird. Ebenfalls wirkt sich die Vergütungsstruktur nicht auf das Abstimmungsverhalten der Eigentümer aus, was im Hinblick auf H2 nicht überrascht, da Unternehmen mit einem signifikant geringeren Anteil variabler Vergütung nicht über *say on pay* votieren lassen. Ein hohes Transparenzverhalten wird indes mit einer niedrigeren Missbilligungsquote beschieden, was durch einen Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Management und Eigentümern erklärt werden kann. Zudem mindert die Existenz eines Blockaktionärs die Missbilligungsquote, da dieser möglicherweise seinen Einfluss bereits bei Ausgestaltung des Vorstandsvergütungssystems geltend macht und somit ein negatives Votum aus dessen Perspektive entbehrlich ist.

Der Forschungsbeitrag dieses Aufsatzes liegt in einer ersten empirischen Evidenz zum *say on pay*-Regime im Kontext des deutschen Corporate Governance-Systems. Der Aufsatz zeigt auf, mit welchen Einflussfaktoren, insbesondere der Corporate Governance, die Entscheidung zur Durchführung eines Vergütungsvotums auf der Hauptversammlung und die Billigung des Vorstandsvergütungssystems durch die Aktionäre erklärt werden können. Der Beitrag reiht sich in einen auch auf internationaler Ebene noch jungen Forschungsstrang ein und kann als Orientierungspunkt für weitere Forschungen dienen.

5. The Effects of Corporate Governance on the Value Relevance of IAS 38 R&D Expenditures in Germany

5.1. Forschungsfrage und Untersuchungsdesign

Der Aufsatz „*The Effects of Corporate Governance on the Value Relevance of IAS 38 R&D Expenditures in Germany*“ untersucht, ob und wie sich die Wertrelevanz einer implizit ermessensbehafteten Aktivierung von (Forschungs- und) Entwicklungskosten nach IAS 38 mit be-

³² Neuere Studien kommen zu ähnlichen Ergebnissen, sehen aber eine Verbindung zwischen variabler Vergütung und hohem Streubesitz bzw. niedriger Eigentümerkonzentration. So argumentieren Powell/Rapp (2016), dass Unternehmen Abstimmungen über die Vergütungspolitik der Vorstände eher herbeiwirken, wenn die Eigentümerkonzentration niedrig ist und die Kleinaktionäre die variable Vergütung möglicherweise als *agency*-Problem ansehen. Das Vergütungsvotum würde dann abgehalten, um die Vorstandsentslohnung zu legitimieren.

stimmten Merkmalen der Corporate Governance verändert. Dazu wird in einem ersten Schritt die Wertrelevanz einer Aktivierung bzw. aufwandswirksamen Erfassung von Forschungs- und Entwicklungskosten (F&E) in einem deutschen Setting untersucht. Stichprobe bilden die im HDAX der Jahre 2006 bis 2010 notierten Unternehmen. In einem zweiten Schritt wird analysiert, inwiefern Corporate Governance einen Einfluss auf die Wertrelevanz aktivierter F&E-Ausgaben nimmt.

Durch den Wandel von einer produktions- zu einer informations- und wissensbasierten Gesellschaft kommt selbst geschaffenen immateriellen Vermögenswerten im Wirtschaftsleben eine große Bedeutung zu (Wehrheim/Fross, 2010). Deren angemessene bilanzielle Erfassung ist vor dem Hintergrund der differenzierten Bilanzierungsvorschriften in internationalen Rechnungslegungssystemen mit ihren unterschiedlichen Paradigmen Gegenstand von Kontroversen. Während nach US-GAAP eine Aktivierung von F&E grundsätzlich verboten ist,³³ besteht nach IAS 38 unter der Prämisse einer kumulativen Erfüllung von aufgelisteten Ansatzkriterien ein faktisches Aktivierungswahlrecht für selbsterstellte immaterielle Vermögenswerte.³⁴ Dabei wird, der Intention des IASB folgend, eine Kapitalisierung von Entwicklungskosten als relevante Information für Investoren betrachtet, da sie den Kapitalmarktteilnehmern erfolgreiche Zukunftsperspektiven und Nutzenpotenziale in Aussicht stellt (*successful efforts method*). Insofern fungiert die Aktivierung von F&E als relevantes Signal an die Kapitalmarktteilnehmer, die sich ein besseres Urteil über die künftig erwartete Unternehmensperformance bilden können.³⁵ Indes lassen der subjektive Entscheidungsspielraum des Managements bei der Ausübung des impliziten Aktivierungswahlrechts und eine hohe ex-ante Unsicherheit über den Erfolg aktivierter Entwicklungsprojekte das Signal weniger verlässlich erscheinen (Cazavan-Jeny/Jeanjean, 2006). Eine reine Aufwandsbetrachtung (*expense only method*) von F&E-Ausgaben wäre hingegen eine sehr verlässliche Information, die frei von subjektivem Ermessen,³⁶ zu einem hohen Maß an Objektivierung beiträgt, indes weniger entscheidungsrelevant aus Investorensicht ist. Insofern ist die Bilanzierung selbsterstellter imma-

³³ Vgl. ASC 730-10-25-1.

³⁴ Entwicklungskosten sind zu aktivieren, wenn alle unter IAS 38.57 genannten Kriterien erfüllt sind. Ist mindestens ein Kriterium nach Einschätzung des Bilanzierers nicht erfüllt, so sind die Entwicklungskosten als Aufwand zu verbuchen. Dieser Ermessensspielraum über die Beurteilung der Erfüllung/Nichterfüllung der Kriterien führt zu dem impliziten bzw. faktischen Aktivierungswahlrecht (Baetge/von Keitz, 2009; Höllerschmid, 2010).

³⁵ In der Literatur wird dieses Vorgehen als „*performance measure hypothesis*“ bezeichnet, vgl. Guay et al. (1996); Wagenhofer/Ewert (2015), S. 277.

³⁶ Die Befürchtung, dass Manager möglicherweise F&E-Aktivitäten opportunistisch ausnutzen, veranlasste andere Standardsetzer wie beispielsweise den FASB dazu, eine grundsätzlich aufwandswirksame Erfassung von F&E vorzuschreiben, vgl. Ahmed/Falk (2006), S. 234.

terieller Vermögenswerte nach IAS 38 im Kontext des Zielkonflikts zwischen Relevanz und Verlässlichkeit (Kuhner, 2001; Healy et. al, 2002) zu betrachten.

Die Wertrelevanz ist nun der Versuch der Operationalisierung der Entscheidungsnützlichkeit als Ganzes, d.h. ein gemeinsamer Test auf Relevanz und Verlässlichkeit (Barth et al., 2001). Sie soll messen, inwieweit die Kapitalmarktteilnehmer bestimmte Informationen als entscheidungsnützlich (im Sinne einer Kauf-, Halte- oder Verkaufsentscheidung) bzw. als relevant und verlässlich erachten, indem der Zusammenhang einer fraglichen Rechnungslegungsgröße – konkret die Aktivierung bzw. aufwandswirksame Erfassung von F&E-Ausgaben – mit dem Aktienpreis untersucht wird. Dabei ist die Wertrelevanz insbesondere vom institutionellen Umfeld abhängig (Zhao, 2002; Liao et al., 2012). So indiziert in angloamerikanisch geprägten Rechtskreisen eine Aktivierung von F&E grundsätzlich eine positive Wertrelevanz (Lev/Sougiannis, 1996; Ahmed/Falk, 2006). Hingegen kommen Studien in einem französischen Setting zu konträren Resultaten (Cazavan-Jeny/Jeanjean, 2006; Cazavan-Jeny et al.; 2011) und deuten auf eine negative Wertrelevanz von aktivierten F&E hin.

Als Forschungsfrage liegt nahe, inwiefern in dem konservativen, durch Vorsichtsprinzip und Ausschüttungsbemessung mehr als ein Jahrhundert lang geprägten, deutschen Rechnungsumfeld die Bilanzierung von F&E³⁷ als wertrelevant aufgefasst wird. Möglicherweise könnte hier eine Aktivierung von Entwicklungskosten entgegen der Intention des IAS 38 von Investoren nicht als zukünftige ökonomische Nutzenpotenziale, sondern eher als Versuch des Managements, *earnings management* zu betreiben,³⁸ gedeutet werden. Demzufolge wäre es denkbar, dass eine objektivierete, aufwandswirksame Erfassung der Ausgaben in F&E vom Kapitalmarktpublikum eher als wertrelevant angesehen wird.

Aus *agency*-theoretischer Perspektive besteht eine Informationsasymmetrie zwischen Management und Anteilseignern, da letztere per se nicht verlässlich durchschauen können, ob das Management den diskretionären Spielraum von IAS 38 ausnutzt, um positive Zukunftserwartungen vorzutäuschen. Einen Beitrag zur Senkung dieser Informationsasymmetrie und damit zur Glaubwürdigkeit des Rechnungslegungs-Signals einer Kapitalisierung von Entwicklungsausgaben kann möglicherweise die Corporate Governance eines Unternehmens

³⁷ Bis zur Einführung des BilMoG in 2009 war die Aktivierung von F&E-Ausgaben nach § 248 Abs. 2 a.F. HGB verboten. Aktuell besteht ein explizites Wahlrecht zur Aktivierung von Entwicklungskosten (§ 248 Abs. 2 HGB i.d.F. BilMoG), verbunden mit einer Ausschüttungssperre (§ 268 Abs. 8 HGB). Forschungskosten sind aufwandswirksam zu erfassen.

³⁸ Zu dieser Argumentation, die in der Literatur unter dem Begriff „*opportunistic management hypothesis*“ zusammengefasst ist, vgl. Guay et al., 1996; Wagenhofer/Ewert, 2015.

leisten (Cazavan-Jeny/Jeanjean, 2006). Diese ist als institutionalisierter Motivations- und Überwachungsmechanismus geeignet, die Managementaktivitäten zu disziplinieren, bzw. opportunistisches Verhalten einzudämmen und die *agency*-Kosten zu senken.³⁹ Es wird daher in Anlehnung an die empirische Evidenz vermutet, dass sich Corporate Governance-Mechanismen auf die Glaubwürdigkeit des skizzierten Rechnungslegungssignals und damit auf die Wertrelevanz von F&E-Ausgaben auswirken. Um die Wertrelevanz in einem Setting deutscher börsennotierter IFRS-Anwender zu testen, werden – auf Grund der möglichen Interpretationen des skizzierten Rechnungslegungssignals durch die Abschlussadressaten – folgende Hypothesen formuliert:

H1a: Die Aktivierung von F&E ist wertrelevant, d.h. es besteht ein signifikanter Zusammenhang zwischen aktivierten F&E-Ausgaben und Aktienkursen.

H1b: Die aufwandswirksame Erfassung von F&E ist wertrelevant, d.h. es besteht ein signifikanter Zusammenhang zwischen aufwandswirksamen F&E-Ausgaben und Aktienkursen.

H2: Corporate Governance beeinflusst die Wertrelevanz von F&E-Ausgaben.

Als Untersuchungsdesign kommt ein modifiziertes Ohlson-Modell (Ohlson, 1995; Barth et al., 2001) mit dem Aktienpreis als abhängige Variable zur Anwendung. Als unabhängige Variablen werden – jeweils auf Aktienbasis skaliert – der adjustierte Buchwert des Eigenkapitals und der Gewinn sowie die aktivierten bzw. als Aufwand erfassten Ausgaben in F&E verwendet. Zur Operationalisierung der Wertrelevanz wird das Untersuchungssample in Unternehmen, die eine reine Aufwandsbetrachtung vornehmen (*Expenser*) und Firmen, die Entwicklungskosten aktivieren (*Capitalizer*) unterteilt. Um den Einfluss von Corporate Governance-Mechanismen auf die Wertrelevanz zu testen, werden neben den Governance-Variablen (Eigentümerstruktur, Managervergütung, Einrichtung und Sitzungshäufigkeit eines *audit committee*) auch deren Interaktionseffekte mit den aktivierten bzw. als Aufwand erfassten F&E-Ausgaben getestet. Es wird um Jahres- und Industrieeffekte kontrolliert. Die verwendeten Daten wurden zum einen per Hand aus Geschäfts- und Vergütungsberichten und dem Hoppenstedt Aktienführer zusammengetragen, zum anderen aus WRDS Compustat Global und Worldscope Database bzw. Thomson Reuters Datatstream bezogen.

³⁹ Vgl. Kap. 1. Die einschlägige Literatur (Jensen/Meckling, 1976, Shleifer/Vishny, 1997) zeigt, dass Corporate Governance die *agency*-Kosten senken kann, in dem die Managementaktivitäten durch Anreize und Überwachungsmechanismen kontrolliert werden.

5.2. Ergebnisse und Forschungsbeitrag

Die Ergebnisse zeigen, dass aktivierte F&E kontrastierend zur Intention des IAS 38 keine Wertrelevanz entfalten, demnach das durch die Aktivierung ausgestrahlte Signal von den Kapitalmarktteilnehmern nicht als Indikator zukünftiger Erfolgsbeiträge rezipiert wird.⁴⁰ Das Resultat könnte zum einen auf ein Misstrauen der Investoren hinsichtlich der Aktivierung hindeuten, welches durch den Verdacht *earnings management* zu betreiben, begründet sein kann. Zum anderen könnten Investoren gerade vor dem Hintergrund, dass im deutschen Umfeld eine Aktivierung selbsterstellter immaterieller Vermögenswerte traditionell verboten und negativ konnotiert⁴¹ war, generelle Vorbehalte gegenüber einer Aktivierung von Entwicklungskosten haben. Indessen wird eine aufwandsmäßige Erfassung von F&E als wertrelevant erachtet. Dies gilt sowohl für von *Expenser* als auch für von *Capitalizer* ausgewiesene aufwandswirksam erfasste F&E-Ausgaben, wenngleich bei letzteren der Koeffizient geringer ist. Resümierend zeigt die empirische Evidenz, dass H1a zu verwerfen ist, während gemäß H1b ein signifikant positiver Zusammenhang zwischen aufwandswirksamen Forschungs- und Entwicklungskosten und Aktienpreisen assoziiert wird. Zudem variiert die Wertrelevanz mit dem Unternehmenstypus (*Expenser* vs. *Capitalizer*).

Die Analyse zum Einfluss von Corporate Governance auf die Wertrelevanz von F&E-Ausgaben indiziert, ähnlich zu den oben zusammengetragenen Befunden, eine Abhängigkeit der Ergebnisse vom Unternehmenstypus (*Expenser* vs. *Capitalizer*) und Bilanzierung. Dabei zeigt sich, dass Corporate Governance grundsätzlich einen positiven Einfluss auf die Wertrelevanz von aufwandswirksam erfassten F&E von *Expenser* nimmt, hingegen bei *Capitalizer* zu differenzierten Effekten⁴² und Wahrnehmungen von Investoren führt.

Die Existenz eines Blockaktionärs (d.h. Blockaktionär, Insider-Blockaktionär, Outsider-Blockaktionär) steigert die Wertrelevanz von aufwandswirksam erfassten F&E-Ausgaben (*Expenser*). Bei *Capitalizer* trägt ein Blockaktionär bzw. Outsider-Blockaktionär im Fall von aktivierten F&E ebenfalls positiv zur Wertrelevanz von aktivierten Entwicklungskosten bei und scheint insoweit von Investoren in seiner Überwachungsfunktion glaubwürdig. Fehlt hingegen ein kontrollierender Blockaktionär, rezipiert der Kapitalmarkt die Aktivierung von

⁴⁰ Das Vorzeichen des Koeffizienten indiziert sogar einen negativen Zusammenhang zwischen Aktienpreisen und aktivierten Entwicklungskosten, der aber nicht signifikant ist.

⁴¹ Vgl. hierzu Moxter (2008), S. 1515ff.

⁴² Beispielsweise sind die Interaktionseffekte zwischen Blockaktionär und aktivierten Entwicklungskosten hoch signifikant positiv, während bei den gleichen Unternehmen (*Capitalizer*) die Interaktionseffekte zwischen Blockaktionär und aufwandswirksam erfassten F&E-Ausgaben hoch signifikant negativ sind.

Entwicklungskosten signifikant negativ, d.h. mit niedrigeren Aktienkursen. Insider-Blockaktionäre senken die Wertrelevanz von aufwandswirksam erfassten F&E-Ausgaben von *Capitalizer* bzw. haben im Gegensatz zu Outsider-Blockaktionären aber keinen Einfluss auf die Wertrelevanz aktivierter F&E. Diese konträren Befunde resultieren möglicherweise aus Interessenkonflikten zwischen eher kontrollierenden Outsider-Blockaktionären und opportunistisch agierenden Insider-Blockholdern. Die Bonusvergütung verringert die Wertrelevanz von aufwandswirksam bilanzierten F&E-Ausgaben von *Capitalizer* und indiziert vorsichtig interpretiert, dass Investoren hier eine höhere Bonusvergütung mit *earnings management* assoziieren könnten. In Bezug auf die Aktivierung von Entwicklungskosten und die aufwandswirksam erfassten F&E-Ausgaben von *Expenser* entfaltet die Bonusvergütung keine wertrelevanten Effekte. Während die Einrichtung und Sitzungshäufigkeit von *audit committees* für Investoren von *Expenser* die Wertrelevanz erhöht, evoziert dies für *Capitalizer* keine wertrelevanten Effekte; indes indiziert der Verzicht auf *audit committees* eine negative Wertrelevanz aktivierter Entwicklungskosten.

In der internationalen Literatur ist die Wertrelevanz von F&E-Ausgaben weitgehend erforscht. Eine Forschungslücke besteht indes in Bezug auf den deutschen Rechnungslegungskreis, der mit seinem sozioökonomischen und rechtskulturellen Umfeld eine besondere Stellung einnimmt. Hier zeigt der vorliegende Beitrag einerseits erste empirische Befunde, wie das implizite Wahlrecht zur Aktivierung von F&E-Ausgaben vom Kapitalmarktpublikum rezipiert wird und ergänzt andererseits die aktuelle empirische Evidenz.⁴³ Zudem wird unter Rekursion auf Song et al. (2010) ein neuer Forschungsansatz transponiert, indem die Wirkung spezifischer Corporate Governance-Merkmale auf die Wertrelevanz von F&E-Ausgaben untersucht wird.

6. Berichterstattung und Determinanten der Geschäfte mit nahe stehenden Personen nach IAS 24 – empirischer Befund der HDAX- und SDAX-Unternehmen

6.1. Forschungsfrage und Untersuchungsdesign

Das Ziel des Beitrags „*Berichterstattung und Determinanten der Geschäfte mit nahe stehenden Personen nach IAS 24 – empirischer Befund der HDAX- und SDAX-Unternehmen*“ ist, die Publizitätspraxis und Offenlegungsqualität von Geschäftsbeziehungen zu nahe stehenden

⁴³ Aktuelle Wertrelevanzstudien zur Aktivierung von F&E sind die Beiträge von Eierle/Wencki (2016), die sich mit den Determinanten der Wahlrechtsausübung nach § 248 Abs. 2 HGB befassen sowie die Studie von Dinh et al. (2016), die mit einer stärkeren Fokussierung auf *benchmark beating* die Wertrelevanz einer Aktivierung von Entwicklungskosten nach IAS 38 untersucht.

Parteien (*Related Party Transactions*, RPT) in den Jahresabschlüssen deutscher börsennotierter Unternehmen empirisch zu untersuchen sowie aufzuzeigen, inwiefern Art und Umfang der Berichterstattung von spezifischen Merkmalen der Corporate Governance beeinflusst werden.

RPT sind Übertragungen von Ressourcen, Dienstleistungen oder Verpflichtungen zwischen einem berichterstattenden Unternehmen und einer nahe stehenden Partei, unabhängig davon, ob ein Preis vereinbart wurde (IAS 24.9). Eine Partei steht dabei einem Unternehmen nahe, wenn sie Einfluss auf das Unternehmen oder die Geschäftstätigkeit nehmen kann. Der Regelungsinhalt von IAS 24 manifestiert sich somit in der Eigenart, dass sich RPT von Geschäften, die zwischen unabhängigen Dritten getätigt werden, unterscheiden können.⁴⁴ Berichtspflichtig sind die Beziehungen zwischen dem berichterstattenden Unternehmen und nahe stehenden Parteien sowie Art, Volumen und Salden der RPT.⁴⁵ Eine Angabe zur Fremdüblichkeit („*equivalent to [...] arm's length transactions*“, IAS 24.23) ist nicht erforderlich und nur zulässig, wenn diese substantiiert werden kann. Konstatierend ist IAS 24 ein „wertneutraler“ Offenlegungsstandard, der den Abschlussadressaten eine eigene Beurteilung und Interpretation der berichteten RPT ermöglichen soll.

Die Interpretation von RPT scheint indes a priori unklar, da die Gründe zur Durchführung im Kern auf zwei kontrastierenden Motiven beruhen. Zum einen erleichtern RPT im Sinne der Transaktionskostentheorie⁴⁶ den Koordinierungsaufwand und Leistungsaustausch zwischen Geschäftspartnern und ermöglichen die Übertragung von Ressourcen, wenn Kapitalmärkte unvollkommen bzw. ineffizient sind (Chang/Hong, 2000; Pizzo, 2013). Als Instrument der Selbstkontraktion sind RPT in der Lage, *holdup*-Probleme bei Vertragsverhandlungen zu verringern und erleichtern somit unternehmensspezifische Investitionen (Ryngaert/Thomas, 2012). RPT sind dann effizienter als fremdübliche Transaktionen und demzufolge gängige Praxis einer Geschäftspolitik („*normal feature of commerce and business*“, IAS 24.5), die für das Unternehmen und seine Aktionäre nützlich ist. Zum anderen bergen RPT auch die Gefahr fraudulenter Verhaltens (Pizzo, 2013), wenn Transaktionen zu nicht-marktüblichen Konditionen abgeschlossen werden.⁴⁷ In diesem Fall können Unternehmensinsider durch RPT private Renten vereinnahmen, wodurch Geschäfte getätigt werden, die nicht im Unternehmensinter-

⁴⁴ Vgl. hierzu IAS 24.6, nach dem nahe stehende Parteien möglicherweise Geschäfte tätigen, die fremde Dritte nicht tätigen würden zu Beträgen, wie sie fremde Dritte möglicherweise nicht vereinbaren.

⁴⁵ Hierunter fallen u.a. auch Angaben zur Vorstandsvergütung („*key management personnel compensation*“, IAS. 24.17).

⁴⁶ Vgl. Kapitel 1.

⁴⁷ Hier verweist die anekdotische Evidenz auf spektakuläre Unternehmenszusammenbrüche wie Enron, Adelphia oder Parmalat.

esse sind und die sich nachteilig auf das Gesellschaftsvermögen oder die Ertragslage auswirken. Die *agency*-Theorie expliziert RPT in diesem Kontext als Ausdruck von *moral hazard* und opportunistischem Verhalten von Management und dominierenden Anteilseignern. Die Konsequenzen, verstanden als *agency*-Kosten, sind u.a. eine Schädigung von (Klein-)Aktionären⁴⁸ und Zweckentfremdung von Unternehmensressourcen (Ryngaert/Thomas, 2012; Pizzo, 2013).

Die empirische Evidenz zeigt, dass schärfere Offenlegungspflichten von RPT förderlich für die Entwicklung von Kapitalmärkten sind (Djankov et al., 2008) und somit die potenzielle Gefahr von RPT erkannt wurde.⁴⁹ Die Existenz von RPT, insbesondere mit nahe stehenden Personen, ist mit niedrigeren Aktienrenditen assoziiert und wird vom Kapitalmarkt als negativ wertrelevant rezipiert (Kohlbeck/Mayhew, 2010; Ryngaert/Thomas, 2012). Zudem begünstigen schwache Corporate Governance-Strukturen die Durchführung von Transaktionen mit nahe stehenden Personen (Gordon et al., 2004; Nekhili/Cherif, 2011), was auf Interessenkonflikte zwischen den Vertragsparteien schließen lässt. Insofern ist zu vermuten, dass Corporate Governance-Mechanismen, wie Aktionärsstruktur oder (anreizorientierte) Vorstandsvergütung, die Vertragsbeziehungen zwischen Unternehmen und nahe stehenden Personen determinieren. Dies führt zur folgenden Hypothese:

H: Auftreten und Umfang von RPT mit Personen werden durch Aspekte der Corporate Governance eines Unternehmens bestimmt.

Zur Überprüfung der Hypothese werden multivariate Logit- und Tobit-Regressionen verwendet, deren unabhängigen Variablen sich aus verschiedenen Spezifikationen zum Anteilsbesitz, Vorstandsvergütung und Kontrollvariablen zusammensetzen. Zudem wird ein deskriptiver Überblick zur Berichterstattungspraxis gegeben und mithilfe von Rangsummen- und Mittelwertvergleichstests untersucht, anhand welcher Charakteristika sich Unternehmen mit bzw. ohne RPT mit Personen, signifikant voneinander unterscheiden. Als Stichprobe liegen der Untersuchung die im HDAX der Jahre 2009 bis 2011 notierten Unternehmen zugrunde. Die

⁴⁸ Diese Gefahr sieht aktuell die EU-Kommission, die Minderheitsaktionäre gegen missbräuchliche RPT schützen will, vgl. EU-Kommission (2014), S. 5.f.

⁴⁹ Insofern haben auch Regulierer und Standardsetzer die von RPT ausgehende Gefahr erkannt, indem immer schärfere Vorschriften im Hinblick auf Offenlegung und Durchführung von RPT erlassen wurden; vgl. z.B. die aktuellen Vorschläge der EU-Kommission, die auf mehr Transparenz und Einholung unabhängiger Gutachten bei RPT abzielen bzw. eine Genehmigung durch die Aktionäre erforderlich machen, wenn die Transaktionsvolumina gewisse Schwellenwerte übersteigen, EU-Kommission (2014), S. 10; auch IAS 24 wurde 2009 überarbeitet mit dem Ergebnis, dass der Kreis nahe stehender Parteien erweitert wurde.

verwendeten Daten wurden sowohl per Hand aus Geschäfts- und Vergütungsberichten sowie dem Hoppenstedt Aktienführer zusammengetragen, als auch der Datenbank WRDS Compustat Global entnommen.

6.2. Ergebnisse und Forschungsbeitrag

Die deskriptiven Befunde zeigen, dass mehr als die Hälfte der betrachteten Unternehmen jährlich über Geschäfte mit nahe stehenden Personen berichten, diese Geschäfte somit vorsichtig als gängige Praxis bezeichnet werden können. Dabei werden in den meisten Fällen eine oder zwei Transaktionen offengelegt, was auf einen kleinen Kreis maßgeblicher, mit dem Unternehmen nahe stehender Personen deutet. Zudem ist eine Kontinuität in der Berichterstattung zu konstatieren, d.h. die Berichterstattung über Transaktionen mit nahe stehenden Personen wird über den gesamten Untersuchungszeitraum durchweg entweder praktiziert oder unterlassen. Kleinere SDAX-Unternehmen berichten häufiger über RPT mit Personen als größere DAX-Unternehmen, was die Schlussfolgerung zulässt, dass erstgenannte tendenziell häufiger in Anteilsbesitz von Insideraktionären sind, die ihren Einfluss geltend machen. Im Hinblick auf die Qualität der Angaben zeigt sich, dass die Unternehmen die IAS 24 immanente Ermessensfreiheit ausnutzen bzw. Transparenzvorschriften, wie die verpflichtende Offenlegung von Beträgen, teilweise unterlassen bzw. RPT in aggregierter Form ausweisen. So können auf Grund variierender Detaillierungsgrade im Ausweis von Transaktionen mit nahe stehenden Personen Geschäfte nicht immer eindeutig zugeordnet werden, wodurch insgesamt eine nicht immer transparente und nachvollziehbare Berichterstattungsqualität zu konstatieren ist.

Unternehmen, die Geschäfte mit nahe stehenden Personen eingehen, unterscheiden sich signifikant im Hinblick auf Eigentümer- und Vergütungsstruktur von den Unternehmen, die solche Transaktionen nicht tätigen. Hier zeichnen sich bereits Indizien ab, dass Auftreten und Umfang von RPT mit Personen durch Ausprägungen von Corporate Governance bestimmt werden. Die Determinantenanalyse zeigt, dass der Anteilsbesitz von Insideraktionären, d.h. von Vorstand, Aufsichtsrat und Familien gehaltenen Aktienpaketen, einen positiven Effekt auf Existenz und Anzahl von Geschäften mit nahe stehenden Personen hat, während ein negativer Einfluss von strategischen und institutionellen Investoren zu konstatieren ist. Einerseits erkennen somit strategische und institutionelle Eigentümer vermutlich die Gefahr von RPT mit Personen und unterbinden diese Transaktionen, während Insideraktionäre ihre besonderen (Unternehmens-)Kenntnisse und Einflussmöglichkeiten verwenden, um solche Transaktio-

nen⁵⁰ eingehen zu können. Die Existenz einer an langfristigen Zielen und Zeiträumen ausgerichteten Vergütungsstruktur sowie ein höherer Anteil variabler Kompensationsschemata senkt die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen Geschäfte mit nahe stehenden Personen eingehen in signifikanter Weise. Dies indiziert, dass der Gleichlauf der Interessen von Management und Aktionären über den Anreizmechanismus möglicherweise das Eingehen negativ konnotierter Geschäfte mit nahe stehenden Personen verhindert.

Der Forschungsbeitrag entfaltet sich in dreifacher Hinsicht. Erstens wird ein Literaturüberblick zu einem Thema präsentiert, das in der deutschen und internationalen empirischen Literatur bisher wenig Beachtung findet. Zweitens wird an die wenigen Studien in Deutschland angeknüpft und eine deskriptive Erhebung zum Status quo praktiziert. Hier zeigt sich, dass die Berichterstattung nach wie vor aus Aktionärsperspektive in Teilen intransparent ist. Insofern ist es in gewisser Weise nachvollziehbar, dass die EU-Kommission hier aktuellen Handlungsbedarf sieht. Drittens geht dieser Beitrag über den Forschungsansatz bisheriger Studien hinaus, indem neben deskriptiven Befunden auch eine Determinantenanalyse auf Grundlage multivariater Verfahren durchgeführt wird, die final einen Erklärungsgehalt von Transaktionen mit nahe stehenden Personen mit spezifischen Corporate Governance-Variablen erst ermöglicht.

7. Literatur

Ahmed, K./Falk, H. (2006): The value relevance of management's research and development reporting choice: Evidence from Australia. In: *Journal of Accounting and Public Policy*, 25. Jg. (2006), S. 231-264.

Alchian, A.A./Demsetz, H. (1972): Production, Information Costs, and Economic Organization. In: *The American Economic Review*, 62. Jg. (1972), S. 777-795.

Alissa, W. (2015): Boards' Response to Shareholders' Dissatisfaction: The Case of Shareholders' Say on Pay in the UK. In: *European Accounting Review*, 24. Jg. (2015), S. 727-752.

Arrow, K.J. (1985): The Economics of Agency. In: Pratt, J.W./Zeckhauser R.J. (Hrsg.): *Principals and Agents: The Structure of Business*. Boston (Massachusetts) 1985, S. 37-51.

Bachmann, G. (2016): Kommentierung zu Ziff. 4.2.2-4.2.5 DCGK. In: Kremer, T./Bachmann, G./Lutter, M./von Werder, A. (Hrsg.): *Deutscher Corporate Governance Kodex: Kodex-Kommentar*. München 2016, Rn. 934-1069.

Barth, M.E./Beaver, W.H./Landsman, W.R. (2001): The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting: another view. In: *Journal of Accounting and Economics*, 31. Jg. (2001), S. 77-104.

⁵⁰ Im Hinblick auf Insideraktionäre lässt diese Erkenntnis offen, ob es sich um effiziente RPT mit Personen handelt oder ob die Transaktionen auf Grund opportunistischer Motive abgeschlossen wurden.

- Bauer, J.-H./Arnold, C. (2009): Festsetzung und Herabsetzung der Vorstandsvergütung nach dem VorstAG. In: Die Aktiengesellschaft, 54. Jg. (2009), S. 717-731.
- Baetge, J./von Keitz, I. (2009): IAS 38 – Immaterielle Vermögenswerte (Intangible Assets). In: Baetge, J./Wollmert, P./Kirsch, H.-J./Oser, P./Bischof, S. (Hrsg.): Rechnungslegung nach IFRS, 2. Aufl. Stuttgart 2002, Neubearbeitung 2009.
- Bebchuk, L.A./Fried, J.M./Walker, D.I. (2002): Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. In: University of Chicago Law Review, 69. Jg. (2002), S. 751 - 846.
- Bebchuk, L. A./Fried, J. M. (2004): Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Cambridge 2004.
- Bebchuk, L. A./Fried, J. M. (2005): Pay Without Performance: Overview of the Issues. In: Journal of Applied Corporate Finance, 17. Jg. (2005), S. 8-23.
- Berle, A.A./Means, G.C. (1932): The modern corporation and private property [Nachdruck von 1950]. New York 1950.
- Bundestag (2009): Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses. In: Bundestags-Drucksache 16/13433 v. 17.06.2009. Verfügbar unter: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/16/134/1613433.pdf>.
- Bundestag (2016): Antrag Managergehälter beschränken. In: Bundestags-Drucksache 18/9838 v. 28.09.2016. Verfügbar unter: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/098/1809838.pdf>.
- Cazavan-Jeny, A./Jeanjean, T. (2006): The Negative Impact of R&D Capitalization: A Value Relevance Approach. In: European Accounting Review, 15. Jg. (2006), S. 37-61.
- Cazavan-Jeny, A./Jeanjean, T./Joos, P. (2011): Accounting choice and future performance: The case of R&D accounting in France. In: Journal of Accounting and Public Policy, 30. Jg. (2011), S. 145-165.
- Chang, S.J./Hong, J. (2000): Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions. In: The Academy of Management Journal, 43. Jg. (2000), S. 429-448.
- Coase, R.H. (1937): The Nature of the Firm. In: *Economica*, 4. Jg. (1937), S. 386-405.
- Canyon, M./Sadler, G. (2010): Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK. In: Corporate governance: An International Review, 18. Jg. (2010), S. 296-312.
- Canyon, M. J./Schwalbach, J. (2000): Executive Compensation: Evidence from the UK and Germany. In: Long Range Planning, 33. Jg. (2000), S. 504-526.
- Core, J./Guay, W./Thomas, R. (2005): Is US CEO compensation inefficient pay without performance? In: Michigan Law Review, 103. Jg. (2005), S. 1142–1185.
- Crass, L. (2012): Die Vergütung von Vorstandsmitgliedern börsennotierter Aktiengesellschaften. Hamburg 2012.
- Dinh, T./Kang, H./Schultze, W. (2016): Capitalizing Research & Development: Signaling or Earnings Management? In: European Accounting Review, 25. Jg. (2016), S. 373-401.
- Djankov, S./La Porta, R./Lopez-de-Silanes, F./Shleifer, A. (2008): The law and economics of self-dealing. In: Journal of Financial Economics, 88. Jg. (2008), S. 430-465.
- Edmans, A./Gabaix, X. (2009): Is CEO Pay really inefficient? A Survey of New Optimal Contracting Theories. In: European Financial Management, 15. Jg. (2009), S. 486-496.

- Eierle, B./Wencki, S. (2016): The determinants of capitalising development costs in private companies: evidence from Germany. In: *Journal of Business Economics*, 86. Jg. (2016), S. 259-300.
- Eisenhardt, K.M. (1989): Agency Theory: An Assessment and Review. In: *Academy of Management Review*, 14. Jg. (1989), S. 57-74.
- Elston, J.A./Goldberg, L.G. (2003): Executive compensation and agency costs in Germany. In: *Journal of Banking & Finance*, 27. Jg. (2003), S. 1391-1410.
- Engelen, C. (2015): The effects of managerial discretion on moral hazard related behaviour: German evidence on agency costs. In: *Journal of Management & Governance*. 19. Jg. (2015), S. 927-960.
- EU-Kommission (2014): Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung. Verfügbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/cgp/shrd/140409-shrd_de.pdf.
- EU-Parlament (2017): Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 14. März 2017 zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU in Bezug auf bestimmte Elemente der Erklärung zur Unternehmensführung. Verfügbar unter: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P8-TA-2017-0067+0+DOC+PDF+V0//DE>.
- Faleye, O./Reis, E./Venkateswaran, A. (2013): The determinants and effects of CEO-employee pay ratios. In: *Journal of Banking & Finance*, 37. Jg. (2013), S. 3258–3272.
- Fama, E.F. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm. In: *The Journal of Political Economy*, 88. Jg. (1980), S. 288-307.
- Fama, E.F./Jensen, M.C. (1983): Separation of Ownership and Control. In: *The Journal of Law & Economics*, 26. Jg. (1983), S. 301-325.
- Farinha, J. (2003): Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. In: *Journal of Business Finance & Accounting*, 30. Jg. (2003), S. 1173-1209.
- Gillenkirch, R.M. (1997): Gestaltung optimaler Anreizverträge: Motivation, Risikoverhalten und beschränkte Haftung. Wiesbaden, 1997.
- Götz, R.F./Stahl, M. (2016): Vorstandsvergütung im DAX und MDAX 2015. In: *Corporate Finance*, 3. Jg. (2016), S. 265 - 271.
- Göx, R.F. (2004): Erfolgsabhängige Gehälter, Belohnung für den Zufall und der Einfluss des Managements auf die Gestaltung seines eigenen Vergütungssystems. In: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft Nr. 51* (2004), S. 27-55.
- Göx, R.F./Kunz, A.H. (2012): Say on Pay: Ein Überblick über Gestaltungsoptionen, ökonomische Konsequenzen und Erkenntnisse aus Empirie und Laborexperimenten. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Special Issue 5/2012*, S. 123-151.
- Gordon, E.A./Henry, E./Palia, D. (2004): Related party transactions and corporate governance. In: *Advances in Financial Economics*, 9. Jg. (2004), S. 1-27.

- Greckhamer, T. (2016): CEO compensation in relation to worker compensation across countries: The configurational impact of country-level institutions. In: *Strategic Management Journal*, 37. Jg. (2016), S. 793-815.
- Grossmann, S.J./Hart, O.D. (1983): An Analysis of the Principles-Agent Problem. In: *Econometrica*, 51. Jg. (1983), S. 7-45.
- Guay, W.R./Kothari, S.P./Watts, R.L. (1996): A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models. In: *Journal of Accounting Research*, 34. Jg. (1996), S. 83-105.
- Hackethal, A./Schmidt, R.H./Tyrell, M. (2003): Corporate governance in Germany: Transition to a modern capital-market-based system? In: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 159. Jg. (2003), S. 664-674.
- Hackethal, A./Schmidt, R.H./Tyrell, M. (2005): Banks and German corporate governance: on the way to a market-based system? In: *Corporate Governance: An International Review*, 13. Jg. (2005), S. 397-407.
- Hart, O. (1995): Corporate Governance: Some Theory and Implications. In: *The Economic Journal*, 105. Jg. (1995), S. 678-689.
- Healy, P.M./Myers, S.C./Howe, C.D. (2002): R&D Accounting and the Tradeoff between Relevance and Objectivity. In: *Journal of Accounting Research*, 40. Jg. (2002), S. 677-710.
- Höllerschmid, C. (2010): Signalwirkungen und Bilanzpolitik mithilfe selbst erstellten technologiebezogenen immateriellen Vermögens. Frankfurt am Main 2010.
- Hoffmann, J. (2010): Kommentierung der §§ 118-120 AktG. In: Spindler/Stilz (Hrsg.): *Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Aufl., München 2010.
- Hohenstatt, K.-S./Kuhnke, M. (2009): Vergütungsstruktur und variable Vergütungsmodelle für Vorstandsmitglieder nach dem VorstAG. In: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 30. Jg. (2009), S. 1981-1989.
- Holmström, B. (1979): Moral Hazard and Observability. In: *The Bell Journal of Economics*, 10. Jg. (1979), S. 74-91.
- InstitutsVergV: Institutsvergütungsverordnung v. 16.12.2013. In: BGBl. I S. 4270.
- Jensen, M.C./Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics*, 3. Jg. (1976), S. 305-360.
- Kaserer, C./Moldenhauer, B. (2008): Insider ownership and corporate performance: evidence from Germany. In: *Review of Managerial Science*, 2. Jg. (2008), S. 1-35.
- Kohlbeck, M./Mayhew, B.W. (2010): Valuation of firms that disclose related party transactions. In: *Journal of Accounting and Public Policy*, 29. Jg. (2010), S. 115-137.
- Kuhner, C. (2001): Das Spannungsverhältnis zwischen Einzelfallgerechtigkeit und Willkürfreiheit – im Recht und in der Rechnungslegung. In: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 53. Jg. (2001), S. 523-542.
- Kuhner, C. (2004): Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften. In: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 33. Jg. (2004), S. 244-279.
- Kuhner, C. (2005): Interessenkonflikte aus der Sicht der Betriebswirtschaftslehre. In: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*, 6. Jg. (2005), S. 138-154.
- Kuhner, C./Hitz, J.-M./Sabiwalsky, R./Drefahl, C. (2017): Studie Managergehälter 2016 – Vorstandsvergütung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Köln 2017.

- Lev, B./Sougiannis, T. (1996): The capitalization, amortization and value-relevance of R&D. In: *Journal of Accounting and Economics*, 21. Jg. (1996), S. 107-138.
- Liao, Q./Sellhorn, T./Skaife, H.A. (2012): The Cross-Country Comparability of IFRS Earnings and Book Values: Evidence from France and Germany. In: *Journal of International Accounting Research*, 11. Jg. (2012), S. 155-184.
- Milgrom, P./Roberts, J. (1992): *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs 1992.
- Morck, R./Shleifer, A./Vishny, R.W. (1988): Management ownership and market valuation: An empirical analysis. In: *Journal of Financial Economics*, 20. Jg. (1988), S. 293-315.
- Moxter, A. (2008): Aktivierungspflicht für selbsterstellte immaterielle Anlagewerte? In: *Der Betrieb*, 61. Jg. (2008), S. 1514-1517.
- Murphy, K.J. (1999): Executive Compensation. In: Ashenfelter, O./Card, D. (Hrsg.): *Handbook of Labor Economics Band 3*. Amsterdam 1999, S. 2486-2563.
- Murphy, K.J. (2013): Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There. In: Harris, M./Stulz, R.M. (Hrsg.): *Handbook of the Economics of Finance, Volume 2 Part A*. North Holland 2013, S. 211-356.
- Nekhili, M./Cherif, M. (2011): Related parties transactions and firm's market value: the French case. In: *Review of Accounting and Finance*, 10. Jg. (2011), S. 291-315.
- Ohlson, J.A. (1995): Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. In: *Contemporary Accounting Research*, 11. Jg. (1995), S. 661-687.
- Picot, A./Michaelis, E. (1984): Verteilung von Verfügungsrechten in Großunternehmen und Unternehmensverfassung. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 54. Jg. (1984), S. 252-272.
- Pizzo, M. (2013): Related party transactions under a contingency perspective. In: *Journal of Management and Governance*, 17. Jg. (2013), S. 309-330.
- Powell, D./Rapp, M.S. (2016): *Allowing Shareholders to Vote on Executive Remuneration: Lessons from the German Voluntary Say-on-pay Regime*. Arbeitspapier Philipps-Universität Marburg 2016.
- Rappaport, A. (1998): *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York 1998.
- Rapp, M.S./Wolff, M. (2010): Determinanten der Vorstandsvergütung – Eine empirische Untersuchung der deutschen Prime-Standard-Unternehmen. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 80. Jg. (2010), S. 1075-1112.
- Ryngaert, M./Thomas, S. (2012): Not All Related Party Transactions (RPTs) Are the Same: Ex Ante Versus Ex Post RPTs. In: *Journal of Accounting Research*, 50. Jg. (2012), S. 845-882.
- Schwalbach, J. (1999): Entwicklung der Managervergütung. In: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 51. Jg. (1999), S. 592-602.
- Shan, Y./Walter, T. (2016): Towards a Set of Design Principles for Executive Compensation Contracts. In: *Abacus*, 52. Jg. (2016), S. 619-684.
- Shleifer, A./Vishny, R.W. (1989): Management Entrenchment, The Case of Manager-Specific Investments. In: *Journal of Financial Economics*, 25. Jg. (1989), S. 123-139.
- Shleifer, A./Vishny, R.W. (1997): A Survey of Corporate Governance. In: *Journal of Finance*, 52. Jg. (1997), S. 737-783.
- Smith, A. (1937): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. New York 1937.

- Song, C.Y./Thomas, W.B./Yi, H. (2010): Value Relevance of FAS No. 157 Fair Value Hierarchy Information and the Impact of Corporate Governance Mechanisms. In: *The Accounting Review*, 85. Jg. (2010), S. 1375-1410.
- Thüsing, G. (2003): Auf der Suche nach dem *iustum pretium* der Vorstandstätigkeit – Überlegungen zur Angemessenheit im Sinne des § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG. In: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 32. Jg. (2003), S. 457-507.
- Tran, D.H. (2011): Corporate Governance und Eigenkapitalkosten – Bestandsaufnahme des Schrifttums unter besonderer Berücksichtigung des Informationsaspektes und Forschungsperspektiven. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 81. Jg. (2011), S. 551-585.
- Van Essen, M./Otten, J./Carberry, E.J. (2015): Assessing managerial power theory: a meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. In: *Journal of Management*, 41. Jg. (2015), S. 164-202.
- VorstAG (2009): Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung v. 31.7.2009. In: *BGBI. I*, S. 2509.
- Vesper-Gräske, M. (2013): "Say On Pay" In Germany: The Regulatory Framework And Empirical Evidence. In: *German Law Journal*, 14. Jg. (2013), S. 749-795.
- Von Werder, A. (2011): Neue Entwicklungen der Corporate Governance in Deutschland. In: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 63. Jg. (2011), S. 48-62.
- VorstOG (2005): Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen v. 3.8.2005. In: *BGBI. I*, S. 2267.
- Wagenhofer, A./Ewert, R. (2015): *Externe Unternehmensrechnung*. 3. Aufl., Berlin u.a. 2015.
- Wagenhofer, A. (2016): Exploiting Regulatory Changes for Research. In: *Management Accounting Research*, 31. Jg. (2016), S. 112-117.
- Watts, R.L./Zimmerman, J.L. (1986): *Positive Accounting Theory*. London 1986.
- Wehrheim, M./Fross, I. (2010): Erosion handelsrechtlicher GoB durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 80. Jg. (2010), S. 71-109.
- Zhao, R. (2002): Relative value relevance of R&D reporting: An international comparison. In: *Journal of International Financial Management & Accounting*, 13. Jg. (2002), S. 153-174.

Teil 2

Die Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung – Zur Bedeutung des vertikalen Vergleichs

Die Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung – Zur Bedeutung des vertikalen Vergleichs

Dipl.-Kfm. Christian Drefahl,
Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Seminar für ABWL und für Wirtschaftsprüfung,
Universität zu Köln

erschienen in:

Board - Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland, 3. Jg. (2013), S. 111-115.

Der Verfasser dankt Christoph Kuhner und Christoph Pelger für wertvolle Anmerkungen.

Die Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung – Zur Bedeutung des vertikalen Vergleichs

Inhalt

- I. Einordnung der marktüblichen Vergütung in die aktuelle Debatte
- II. Zum Begriff der marktüblichen Vergütung
 1. Horizontaler Vergleich
 2. Vertikaler Vergleich
 3. Verhältnis von horizontaler zu vertikaler Vergleichbarkeit
- III. Fazit

Zusammenfassung: Zur Ermittlung der marktüblichen Vorstandsvergütung vergleicht der Aufsichtsrat auf horizontaler Ebene die Vorstandsbezüge mit dem Marktumfeld des Unternehmens; ein vertikaler Vergleich stellt auf das innerbetriebliche Lohn- und Gehaltsgefüge im Unternehmen ab. Dieser wurde durch die aktuellen Änderungsvorschläge für den Deutschen Corporate Governance Kodex konkretisiert. Der Beitrag gibt einen Überblick zur Marktüblichkeit der Vorstandsvergütung und verweist auf Problembereiche des vertikalen Vergleichs, dem sich eine Bestandsaufnahme der DAX30-Unternehmen anschließt.

Keywords: Corporate Governance Kodex; Vorstandsvergütung; Marktüblichkeit, vertikaler Vergleich, VorstAG

I. Einordnung der marktüblichen Vergütung in die aktuelle Debatte

„Geld bildet nicht nur den Lebensnerv der Unternehmen, sondern berührt auch den Gerechtigkeitsnerv einer breiten Öffentlichkeit und gilt daher der Rechtspolitik als ein Thema von hoher Symbolkraft.“¹

Vor dem Hintergrund dieser Aussage lassen sich die anhaltende Debatte über die Höhe und Struktur der Vergütung von Managern der ersten Führungsebene börsennotierter Kapitalgesellschaften und das gesellschaftspolitische Interesse an der Diskussion über exorbitante Managergehälter erklären. Jüngster Spross dieser Entwicklung sind zum einen die Forderungen nach verschärfender Regulierung der Managergehälter nach Schweizer Vorbild² und die aktuell vorgeschlagenen Änderungen im Deutschen Corporate Governance Kodex vom 05.02.2013.³ Besonderes Augenmerk liegt hier zum einen auf der künftigen Festlegung von Höchstgrenzen einzelner Vergütungselemente durch den Aufsichtsrat,⁴ zum anderen auf der Berücksichtigung einer Relation zwischen Vorstandsvergütung und der Entlohnung des oberen Führungskreises und der Gesamtbelegschaft im Zeitverlauf.⁵ Dadurch wird die vom Gesetzgeber in § 87 AktG intendierte Forderung nach einer üblichen Vergütung innerhalb des Lohn- und Gehaltsgefüges eines Unternehmens⁶ – dem sogenannten vertikalen Vergütungsvergleich – konkretisiert. Mit der geplanten Kodexänderung hebt die Kodexkommission daher die bisher in der Praxis unbedeutende⁷ vertikale Betrachtungsweise in ihrer Relevanz hervor. Dies führt auch zu einer stärkeren Akzentuierung auf die implizite Durchführung des vertikalen Vergütungsvergleichs durch den Aufsichtsrat, dessen Aufgabe nach § 87 Abs. 1 AktG die Überprüfung der Marktüblichkeit der Vorstandsentslohnung ist. Konzeption der Vorschrift ist indes nicht in erster Linie die Üblichkeit der Vergütung, sondern der normative (unbestimmte) Rechtsbegriff der Angemessenheit. Vergleichbare Vorstandsgehälter entfalten daher lediglich eine Indizwirkung für die Angemessenheit, bzw. bilden die Obergrenze einer angemessenen Vergütung.⁸ Die Angemessenheitsprüfung bleibt damit weiterhin Kern der Vergütungsfestsetzung, die Üblichkeit hingegen „eine Art Kontrollüberlegung“.⁹

¹ Fleischer, NZG 2009, 801.

² Vgl. hierzu Forstmoser, Board 2013, 51-55.

³ Abrufbar unter: <http://www.corporate-governance-code.de>.

⁴ Vgl. Ziffer 4.2.3 Kodex-E.

⁵ Vgl. Ziffer 4.2.2 Kodex-E.

⁶ Vgl. BT-Drs. 16/13433, 10.

⁷ Vgl. Bauer/Arnold, AG 2009, 720.

⁸ Vgl. Thüsing, AG 2009, 518; Fleischer, in: Spindler/Stilz, AktG, 2010, § 87 Rn. 15.

⁹ Bosse, Handbuch Vorstandsvergütung, 2010, Rn. 237.

II. Zum Begriff der marktüblichen Vergütung

Der Aufsichtsrat hat dafür Sorge zu tragen, dass die Höhe der Vorstandsvergütung marktüblich ausgestaltet ist, d.h. nicht ohne besondere Gründe überstiegen werden darf. Eine nicht unerhebliche Überschreitung der üblichen Vergütung führt indes nicht zur Unzulässigkeit der Vergütungsvereinbarung, sondern muss gesondert und ausführlich vom Aufsichtsrat begründet werden. In erster Linie stellt der Gesetzgeber bei der Marktüblichkeit auf ein Vergleichsumfeld ab. Dies wurde während des Gesetzgebungsverfahrens und wird in der Wissenschaft mitunter kritisch mit dem Argument diskutiert, dass der Markt für Vorstände nicht funktioniere.¹⁰ Im engeren Sinn kann auch kein Vergleichsumfeld herangezogen werden, da jeder Vorstandsvertrag einen individuellen Kontrakt zwischen Unternehmen und Unternehmensleitung darstellt. Der Gesetzgeber verfolgt indes einen generalisierenden Ansatz, in dem auf eine Durchschnittsbetrachtung mit vergleichbaren Unternehmen abgestellt wird.¹¹ Heranzuziehende Vergleichsmaßstäbe sind zum einen die Gehälter von Vorstandsmitgliedern in vergleichbaren Positionen und Unternehmen (horizontaler Marktvergleich) und das Lohn- und Gehaltsgefüge im Unternehmen selbst (vertikaler Marktvergleich). Die Hinzuziehung beider Vergleichsdimensionen ist zur Prüfung der Marktüblichkeit erforderlich und dient dem Aufsichtsrat somit als Informationsgrundlage zur Festsetzung der Vorstandsbezüge.

1. Horizontaler Vergleich

Bei der horizontalen Üblichkeit ist vor allem auf das Marktumfeld des Unternehmens abzustellen. Vergleichsparameter sind insbesondere die Branchen-, Größen- und Landesüblichkeit.¹² Zudem erfolgt die Ermittlung der Üblichkeit auch unter Bezugnahme auf Referenzgruppen von Unternehmen (*peer groups*), deren Vorstände mit den „einzugruppierenden“ Vorständen über ein vergleichbares Aufgaben-, Leistungs- und Verantwortungsniveau verfügen sollten.¹³ Probleme können sich hierbei insbesondere bei der Identifikation geeigneter Vergleichsgruppen ergeben.

¹⁰ Vgl. Thüsing, AG 2009, 518; Fleischer, DStR 2005, 1282; international viel Beachtung findet hier die Arbeit von Bebchuk/Fried, Pay without Performance, 2004.

¹¹ Vgl. Bosse Handbuch Vorstandsvergütung, 2010, Rn. 239.

¹² Vgl. BT-Drs. 16/13433, 10; Hohaus/Weber, DB 2009, 1516.

¹³ Vgl. Gaul/Janz, NZA 2009, 810.

Branchenüblichkeit

Eine Analyse der Vorstandsgehälter nach Branchen zeigt, dass sich diese in Bezug auf Höhe und Struktur der Vergütung voneinander deutlich unterscheiden.¹⁴ Von daher ist eine korrekte Einordnung des eigenen Unternehmens in eine bestimmte Branche durch den Aufsichtsrat notwendig. Schwierigkeiten können sich hier bereits ergeben, wenn beispielsweise das eigene Unternehmen ein Mischkonzern ist, oder die eigene Brancheneinschätzung von der von Informationsdienstleistern, wie der Deutschen Börse AG, die eine Einteilung in Supersektoren, Sektoren und Subsektoren vornehmen,¹⁵ abweicht. Hier empfiehlt sich eine Orientierung an der von Datenbank- und Informationsdienstleistern vorgenommenen Klassifikation.

Größenüblichkeit

Zur Vermeidung von Verzerrungseffekten hat der Aufsichtsrat auch die Größenüblichkeit zu berücksichtigen. Hierbei wird die festzusetzende Vorstandsvergütung mit den Vorstandsgehältern der Unternehmen verglichen, die ähnliche Größenmerkmale, wie zum Beispiel Bilanzsumme, Umsatzerlöse und Mitarbeiteranzahl aufweisen.

Landesüblichkeit

Die Landesüblichkeit bezieht sich auf den Geltungsbereich des Aktiengesetzes,¹⁶ d.h. den deutschen Rechtsraum. Der Gesetzgeber befürchtete Aufschaukelungseffekte durch eine Orientierung vor allem an US-amerikanischen Usancen und somit einen Aufwärtstrend bei der Managerentlohnung, der durch einen nationalen Vergleichsrahmen unterbunden werden sollte.¹⁷ Dies ist besonders kritisch zu sehen, da erstens eine Vielzahl von großen deutschen Aktiengesellschaften, vornehmlich Dax-Konzerne mit ausländischen Vorstandsmitgliedern besetzt sind,¹⁸ zweitens deutsche Unternehmen auch in Wettbewerb mit anderen internationalen Gesellschaften um geeignete Spitzenpositionen stehen¹⁹ und drittens in einigen Fällen auf Grund von Größen- und Branchenkriterien nur ein ausländisches Konkurrenzunternehmen als Vergleichsobjekt zur Ermittlung der üblichen Vergütung herangezogen werden kann. So greift

¹⁴ Für eine Auswertung der Vergütungsstrukturen nach Branchen vgl. Kuhner et al., Studie Managergehälter 2012, 2013, S. 42 ff., 71 ff.

¹⁵ Vgl. Leitfaden Deutsche Börse AG.

¹⁶ Vgl. BT-Drs. 16/13433, 10.

¹⁷ Vgl. Hohaus/Weber, DB 2009, 1516.

¹⁸ Vgl. Bauer/Arnold, AG 2009, 719.

¹⁹ Vgl. Bosse Handbuch Vorstandsvergütung, 2010, Rn. 247; Lingemann, BB 2009, 1918 f.

die Deutsche Bank AG auf einen Vergleich mit sechs international tätigen Banken zurück.²⁰ Ein internationaler Vergleich ist nach Aktienrecht insofern zulässig, als besondere Gründe nach § 87 Abs. 1 S. 1 AktG vorliegen. Dies ist immer dann der Fall, wenn der Aufsichtsrat internationale Führungskräfte rekrutiert oder ein deutsches Vorstandsmitglied internationale Angebote erhält oder wahrscheinlich erhalten würde.²¹ Die Referenz auf internationale Gehälter ist vom Aufsichtsrat zu dokumentieren und zu begründen, einfache Verweise auf ein im Vergleich zum Ausland unterschiedliches Gehaltsniveau reichen nicht aus.²²

2. Vertikaler Vergleich

Ausgestaltung und Anforderungsprofil

Im Gegensatz zur horizontalen Üblichkeit, die mehrere Unternehmen vergleichend in den Fokus stellt, bezieht sich der vertikale Vergleich ausschließlich auf das Lohn- und Gehaltsgefüge im Unternehmen. Dabei war die Relation zwischen der Vorstandsvergütung und der Entlohnung eines Arbeitnehmers insbesondere im Verlauf des Gesetzgebungsfahrens zum VorstAG Gegenstand juristisch geführter Diskussionen.²³ Forderungen einer Kopplung der Managergehälter an das Gehalt eines Facharbeiters oder eines durchschnittlichen Tariflohns werden bereits seit Längerem erhoben.²⁴ Bei der vertikalen Dimension hat der Gesetzgeber (bisher) auf ein einzuhaltendes Verhältnis zwischen Vorstands- und Arbeitnehmervergütung verzichtet; stattdessen hat der Aufsichtsrat im Rahmen seiner Kontrollausübung darauf zu achten, dass Maß und Bezug nicht verloren gehen.²⁵ Auch der DCGK forderte bisher einen Vergleich mit der geltenden unternehmensinternen Entlohnungsstruktur,²⁶ ohne ein konkretes Vergütungsverhältnis zwischen Vorständen und Arbeitnehmern vorzugeben. Erst mit den jüngsten Reformbestrebungen wird, wie bereits oben skizziert, unter Berücksichtigung der zeitlichen Entwicklung eine Relation zwischen Vorstandsvergütung und der Vergütung von oberem Führungskreis und der relevanten Gesamtbelegschaft gefordert. Dies wirft einerseits die Frage nach der Abgrenzbarkeit von den Vergleichsparametern „oberer Führungskreis“ und „relevanter Gesamtbelegschaft“ auf, andererseits wird durch den E-DCGK der vertikale Vergütungs-

²⁰ Vgl. Geschäftsbericht Deutsche Bank AG 2012, 2013, S. 240.

²¹ Vgl. Fleischer, NZG 2009, 802; Hohaus/Weber, DB 2009, 1516.

²² Vgl. Bosse Handbuch Vorstandsvergütung, 2010, Rn. 248 f.

²³ Vgl. Seibert, DB 2009, 1169; ders. WM, 2009, 1489 f.; zum rechtspolitischen Hintergrund des VorstAG vgl. Dauner-Lieb/v. Preen/Simon, DB 2010, 377 f. m.w.N.

²⁴ Vgl. Lutter, ZIP 2006, 736.

²⁵ Vgl. BT-Drucks. 16/13433, S. 10.

²⁶ Vgl. Ziffer 4.2.2 Abs. 2 S. 3 Kodex.

vergleich entgegen der Intention des Gesetzgebers auf einen vorgegeben Vergleich zwischen bestimmten Personengruppen konkretisiert.²⁷ Das neu hinzugekommene Element einer Berücksichtigung der „zeitlichen Entwicklung“ wird weder im Kodexentwurf noch in seinen Erläuterungen weiter ausgelegt; d.h. hier ist der Aufsichtsrat in seinem Ermessen frei. Eine Interpretation könnte daher – analog zu der Vorschrift nach § 193 Abs. 2 S. 4 AktG, die nach h.M. als Auslegungshilfe für die Formulierung langfristiger Verhaltensanreize dient²⁸ – ein vierjähriger Zeitraum sein. Während also der E-DCGK neuerdings einen konkreten Vergleichsbezug der vertikalen Üblichkeit empfiehlt,²⁹ den der Aufsichtsrat berücksichtigen soll, bleiben die aktienrechtlichen Anforderungen an die vertikale Vergleichbarkeit flexibler und auslegbarer und vor allem wertungsoffener.

Durchführung des vertikalen Vergütungsvergleichs

Mit der Durchführung des vertikalen Vergütungsvergleichs unter Bezugnahme auf das Lohn- und Gehaltsgefüge im Unternehmen stellt der Aufsichtsrat sicher, dass er sich im Verfahren der Vergütungsfestsetzung auch mit dem Bezug zu der durchschnittlichen Vergütung von Mitarbeitern des Unternehmens befasst hat. Eine Prüfung der Anstellungsverträge muss der Aufsichtsrat nicht vornehmen; der Gesetzgeber möchte den Aufsichtsrat lediglich „dazu anhalten, sich Gedanken zur „Üblichkeit“ zu machen“.³⁰ Dies gilt für Höhe und Struktur der Vorstandsvergütung. Demnach würde beispielsweise eine reine Fixvergütung des Vorstands dem Vertikalvergleich nicht entsprechen, wenn Mitglieder der zweiten Führungsebene eine variable Vergütung als Entlohnungsbestandteil erhalten. Indes muss der variable Anteil der Vorstandsvergütung auch nicht mit der durchschnittlichen variablen Entlohnung der zweiten Führungsebene zwingend korrespondieren. Es muss lediglich ein Bezug zwischen den Vorstandsbezügen und der Mitarbeitervergütung gegeben sein.³¹ In der Praxis wird vereinzelt sogar eine einheitliche Vergütungsstruktur für alle Mitarbeitererebenen durchgesetzt. So bestimmt sich nach dem Prinzip der Durchgängigkeit, „dass die Vergütungssysteme für den

²⁷ Vgl. Dauner-Lieb/Siepel/Tüngler, Board 2013, 62 ff.

²⁸ Vgl. BT-Drs. 16/12278, 6.

²⁹ Die Vorschriften nach Ziffer 4.2.2 Abs. 2 S. 3 E-Kodex sind als Empfehlungen zu verstehen, vgl. Erläuterungen der Änderungsvorschläge der Kodexkommission, S. 6.

³⁰ Bauer/Arnold, AG 2009, 720.

³¹ Vgl. Bosse Handbuch Vorstandsvergütung, 2010, Rn. 254.

Vorstand, die Führungskräfte und die Mitarbeiter der BMW AG auf ähnlichen Gestaltungselementen beruhen.“³²

Eine Deckelung der Vorstandsbezüge, die an die Entwicklung der Mitarbeiterbezüge im Unternehmen gekoppelt ist, existiert derzeit nicht. Die Förderung eines unternehmensinternen Verständnisses bezogen auf die Entwicklung der Vergütungsrelation zwischen Vorstandsebene und den nachgelagerten Ebenen ist aber durchaus sinnvoll und könnte in dokumentierter Form dem Aufsichtsrat als Entscheidungshilfe zur Beurteilung der vertikalen Üblichkeit dienen.

Problemfelder der vertikalen Üblichkeit

Aus Sicht der betriebswirtschaftlichen Forschung ist die vertikale Vergleichbarkeit nicht unproblematisch, da sich bisher keine h.M. über die Angemessenheit unternehmensinterner Vergütungsstrukturen herausgebildet hat.³³ Einerseits fördern hohe Vorstandsgehälter die Motivation und Leistungsanreize,³⁴ andererseits führt ein hoher Gehaltsabstand zwischen Vorstand und Mitarbeiterebene zu Unmut in der Belegschaft.³⁵ Insbesondere auf Unverständnis stößt die Entwicklung des Verhältnisses der Vorstandsbezüge zu den Durchschnittsbezügen. So wird in der Literatur ausgeführt, dass die Wachstumsraten der Vorstandsgehälter im Zeitraum zwischen 1986 und 1997 noch annähernd mit denen der weiteren Arbeitnehmer vergleichbar waren;³⁶ erst zwischen 1997 und 2003 stieg das Entlohnungsverhältnis von 50:1 (1997) auf 240:1 (2003) an.³⁷ Eine Charakterisierung dieser Situation als Marktversagen entspricht indes nicht dem Konsens der Ökonomen. Zudem wird angemerkt, dass unterschiedliche Marktbedingungen und Gesetzmäßigkeiten bei der Vergütung von Vorständen und weiteren Arbeitnehmern herrschten und deshalb eine Relation nicht gerechtfertigt sei.³⁸ So kann ein Auseinanderdriften der innerbetrieblichen Vergütungsrelation auch aus einer Reaktion auf den steigenden Lohndruck im Niedriglohnbereich resultieren oder umgekehrt ein niedrigeres Vergütungsverhältnis zwischen Vorstands- und Durchschnittsbezügen im Unternehmen durch Ausgliederung von Fertigungsbereichen, in denen i.d.R. Mitarbeiter der untersten Lohngruppe

³² Vgl. Geschäftsbericht der BMW AG 2012, 2013, S. 170.

³³ Vgl. Kuhner et al., Studie Managergehälter 2012, 2013, S. 25 m.w.N.

³⁴ Vgl. Suchan/Winter, 2009, 2534.

³⁵ Vgl. Kling, DZWIR 2010, 226 m.w.N.

³⁶ Vgl. Schwalbach, BFuP 1999, 592-602.

³⁷ Vgl. Härtel, Wirtschaftsdienst 2004, 347.

³⁸ Vgl. Suchan/Winter, DB 2009, 2534; Annuß/Theusinger, 2009, 2435.

tätig sind, erreicht werden. Der Maßstab der vertikalen Üblichkeit ist also gestaltbar. Hinzu kommt, dass Vorstände viel stärker variabel vergütet werden als ein durchschnittlicher Arbeitnehmer. So erhalten beispielsweise die DAX-Vorstandsvorsitzenden im Geschäftsjahr 2011 durchschnittlich 68,2 % ihrer Gesamtbezüge in Form von variablen Vergütungsbestandteilen³⁹ – selbst bei den kleineren SDAX-Unternehmen beträgt dieser Anteil noch 51,8 % – womit eine höhere Schwankungsanfälligkeit der Bezugsgröße einhergeht.

Aus juristischer Sicht ist der vertikale Vergleich kaum justizierbar und es mangelt an der materiellen Rechtfertigung, die Vorstandsentslohnung von der Arbeitnehmervergütung abhängig zu machen.⁴⁰ Zudem fehlt ein objektivierter Maßstab für das Vergütungsverhältnis im innerbetrieblichen Vergleich. Abhilfe könnten hier die neuen Kodexänderungen schaffen,⁴¹ die den vertikalen Vergütungsvergleich konkreter fassen. Allerdings ist die Bestimmung der für den Vergleichsmaßstab heranzuziehenden Personengruppen Aufgabe des Aufsichtsrats.⁴² Letztlich darf der vertikale Vergütungsvergleich auch nicht überbewertet werden, denn ob die Vorstandsbezüge als unangemessen gelten, ergibt sich nicht aus der vertikalen Üblichkeit, sondern den Kriterien nach § 87 Abs. 1 AktG.

Aktuelle Entwicklung

Die nachfolgende Tabelle zeigt eine Auswertung des Vertikalvergleichs der 30 aktuell im DAX notierenden Unternehmen für den Zeitraum 2009 bis 2012. Dabei wurde jeweils der Aufwand für Löhne und Gehälter pro Mitarbeiter konzernweit mit der durchschnittlichen Vergütung für ein Vorstandsmitglied abgeglichen. Bei dieser Darstellung handelt es sich um eine grobe Vereinfachung, deren Aussagekraft insbesondere im Hinblick auf die Auswirkungen von Teilzeitkräften, den einmaligen Ausweis von langfristigen Vergütungsbestandteilen und einen unterjährigen Wechsel im Vorstand beschränkt sein kann.

*** Tabelle: Vertikalvergleich im DAX30 bitte hier einsetzen***

³⁹ Vgl. Kuhner et al., Studie Managergehälter 2012, 2013, S. 41.

⁴⁰ Vgl. Bauer/Arnold, AG 2009, 720.

⁴¹ Vgl. Ziffer 4.2.2 Abs. 2 Satz 3 E-Kodex.

⁴² Vgl. Bosse, Board 2013, 61.

3. Verhältnis von horizontaler zu vertikaler Vergleichbarkeit

Der Aufsichtsrat muss die Marktüblichkeit anhand eines horizontalen und vertikalen Vergleichs prüfen. Dabei ist die vertikale Üblichkeit grundsätzlich gegenüber der horizontalen Dimension als nachrangig zu betrachten.⁴³ Allerdings ist zu beachten, dass mit der geplanten Kodexänderung und der einhergehenden Konkretisierung des vertikalen Vergleichs dieser in seiner Bedeutung aufgewertet wird.

Es empfiehlt sich eine Prüfung in zwei Schritten: Zunächst muss der Aufsichtsrat im Rahmen seiner Kontrollüberlegung die horizontale Üblichkeit prüfen. Sie bildet das tragende Element der Prüfung der Marktüblichkeit. In einem zweiten Schritt überprüft der Aufsichtsrat abschließend die vertikale Üblichkeit.⁴⁴ In Fällen, in denen es zu einer Kollision beider Vergleichsmaßstäbe kommt, d.h. wenn beispielsweise die Vorstandsvergütung unüblich im Vergleich zum innerbetrieblichen Maßstab ist, aber verglichen mit den Vorständen vergleichbarer Unternehmen als üblich gilt, kann sich der Aufsichtsrat mit einer substantiierten Rechtfertigung für die horizontale Üblichkeit schadlos halten.⁴⁵

III. Fazit

Die Prüfung der Marktüblichkeit durch den Aufsichtsrat erfolgt als Kontrollüberlegung zur Feststellung der Angemessenheit der Vorstandsbezüge. Dabei handelt es sich um eine nachgelagerte Prüfung, deren Ergebnisse allein betrachtet, nur eine Indizwirkung für die Angemessenheit der Vorstandsentslohnung entfalten. Obwohl die Prüfung der horizontalen Vergleichbarkeit nach wie vor tragender Bestandteil der Marktüblichkeitsprüfung ist, wird die Bedeutung der vertikalen Vergleichsebene durch die geplanten Kodexänderungen deutlich hervorgehoben. Hier sollte sich der Aufsichtsrat vor dem Hintergrund eines „comply or explain“ und sich evtl. ergebenden Haftungsfragen mit einer Revision seiner bisherigen Kriterien, die er zur Beurteilung eines vertikalen Vergleichsmaßstabes heranzieht, befassen.

⁴³ Vgl. Fleischer, NZG 2009, 802; Gaul/Janz, NZA 2009, 810; a.A. Otto, Vorstandsvergütung, 2012, Dis.

⁴⁴ Zu dieser Vorgehensweise vgl. auch Bosse Handbuch, Vorstandsvergütung, 2010, Rn. 237 ff.

⁴⁵ Vgl. Thüsing, AG 2009, 518 f.

Literaturverzeichnis

- Annuß, G./Theusinger, I. (2009): Das VorstAG – Praktische Hinweise zum Umgang mit dem neuen Recht. In: Betriebs-Berater, 64. Jg. (2009), S. 2434-2442.
- Bauer, J.-H./Arnold, C. (2009): Festsetzung und Herabsetzung der Vorstandsvergütung nach dem VorstAG. In: Die Aktiengesellschaft, 54. Jg. (2009), S. 717-731.
- Bebchuk, L.A./Fried, J.M. (2004): Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge u.a. 2004.
- BMW AG (2013): Geschäftsbericht 2012. München 2013.
- Bosse, C. (2010): Handbuch Vorstandsvergütung - Eine Praxishilfe mit Checklisten und Mustern. Köln 2010.
- Bosse, C. (2013): Vorstandsvergütung in der öffentlichen Diskussion. In: BOARD – Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland, 3. Jg. (2013), S. 60-61.
- BT-Drs. 16/12278 vom 17.03.2009: Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD - Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG). Abrufbar unter: <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/16/122/1612278.pdf>.
- BT-Drs. 16/13433 vom 17.06.2009: Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss). Abrufbar unter: <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/16/134/1613433.pdf>.
- Dauner-Lieb, B./Siepert, S./Tüngler, M. (2013): Stellungnahme zu den vorgeschlagenen Kodexänderungen vom 5.2.2013. In: BOARD – Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland, 3. Jg. (2013), S. 62-64.
- Dauner-Lieb, B./von Preen, A./Simon, S. (2010): Das VorstAG – Ein Schritt auf dem Weg zum Board-System? In: Der Betrieb, 63. Jg. (2010), S. 377-383.
- DCGK (2013): Deutscher Corporate Governance Kodex – geltende Fassung vom 13.05.2013. Abrufbar unter: <http://www.dcgk.de>.
- Deutsche Bank AG (2013): Geschäftsbericht 2012. Frankfurt am Main 2013.
- Deutsche Börse (2013): Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse. Frankfurt am Main 2013.
- Fleischer, H. (2005): Zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung im Aktienrecht (Teil I). In: Deutsches Steuerrecht, 43. Jg. (2005), S. 1279-1283.
- Fleischer, H. (2009): Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG). In: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 12. Jg. (2009), S. 801-806.
- Fleischer, H. (2010): §§ 76-94 Aktiengesetz (Vorstand). In: Spindler, G./Stilz, E. (Hrsg.): Kommentar zum Aktiengesetz. 2. Aufl., München 2010, S. 817-1154.
- Forstmoser, P. (2013): Die Schweiz auf dem Weg zum striktesten Aktienrecht der Welt? In: BOARD – Zeitschrift für Aufsichtsräte in Deutschland, 3. Jg. (2013), S. 51-55.
- Gaul, B./Janz, A. (2009): Aufsätze und Berichte – Wahlkampfgetöse im Aktienrecht: Gesetzliche Begrenzung der Vorstandsvergütung und Änderungen der Aufsichtsratsstätigkeit. In: Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht, 26. Jg. (2009), S. 809-814.
- Härtel, H.-H. (2004): Managergehälter in der Kritik – Fundamentaler Wandel der Maßstäbe. In: Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 84. Jg. (2004), S. 347-350.
- Hohaus, B./Weber, C. (2009): Wirtschaftsrecht – Die Angemessenheit der Vorstandsvergütung gem. § 87 AktG nach dem VorstAG. In: Der Betrieb, 62. Jg. (2009), S. 1515-1519.
- Kling, M. (2010): Die Angemessenheit der Vorstandsvergütung gemäß §87 AktG n. F. In: Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht, 20. Jg. (2010), S. 221-232.

- Kuhner, C./Hitz, J.-M./Sabiwalsky, R./Drefahl, C. (2013): Studie Managergehälter 2012 – Vorstandsvergütung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften. Köln 2013.
- Lingemann, S. (2009): Angemessenheit der Vorstandsvergütung – Das VorstAG ist in Kraft, In: Betriebs-Berater, 64. Jg. (2009), S. 1918-1924.
- Lutter, M. (2006): Aktienrechtliche Aspekte der angemessenen Vorstandsvergütung. In: ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 27. Jg. (2006), S. 733-737.
- Otto, S. (2012): Vorstandsvergütung - Gesetzliche Obergrenzen als Garant für Angemessenheit? Jena 2012.
- Schwalbach, J. (1999): Entwicklung der Managervergütung. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 51. Jg. (1999), S. 592-602.
- Seibert, U. (2009a): Finanzmarktkrise, Corporate Governance, Aufsichtsrat. In: Der Betrieb, 62. Jg. (2009), S.1167-1171.
- Seibert, U. (2009b): Das VorstAG - Regelungen zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung und zum Aufsichtsrat. In: Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankenrecht, 63. Jg. (2009), S. 1489-1493.
- Suchan, S./Winter, S. (2009): Rechtliche und betriebswirtschaftliche Überlegungen zur Festsetzung angemessener Vorstandsbezüge nach Inkrafttreten des VorstAG. In: Der Betrieb, 62. Jg. (2009), S. 2531-2539.
- Thüsing, G. (2009): Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung. In: Die Aktiengesellschaft, 54. Jg. (2009), S. 517-529.

Tabelle: Vertikalvergleich im DAX30

Diese Tabelle zeigt das Verhältnis von Vorstandsvergütung pro Vorstandsmitglied zu Löhnen und Gehältern pro Mitarbeiter

Unternehmen	Verhältnis			
	2009	2010	2011	2012
Adidas AG	77:1	80:1	105:1	38:1
Allianz SE	43:1	54:1	36:1	48:1
BASF SE	32:1	43:1	55:1	46:1
Bayer AG	34:1	48:1	36:1	39:1
Beiersdorf AG	18:1	19:1	18:1	24:1
BMW AG	22:1	33:1	49:1	50:1
Commerzbank AG	7:1	8:1	8:1	18:1
Continental AG	26:1	48:1	52:1	45:1
Daimler AG	40:1	67:1	64:1	62:1
Deutsche Bank AG	38:1	46:1	42:1	27:1
Deutsche Börse AG.	15:1	18:1	23:1	21:1
Deutsche Lufthansa AG	25:1	45:1	39:1	29:1
Deutsche Post AG	82:1	68:1	69:1	70:1
Deutsche Telekom AG	29:1	63:1	30:1	34:1
E.ON AG	53:1	50:1	39:1	51:1
Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA	52:1	54:1	57:1	59:1
Fresenius SE	44:1	52:1	61:1	62:1
HeidelbergCement AG	68:1	53:1	48:1	52:1
Henkel AG & Co. KGaA	44:1	54:1	63:1	85:1
Infineon Technologies AG	20:1	35:1	53:1	37:1
K+S AG	35:1	17:1	30:1	30:1
LANXESS AG	17:1	31:1	31:1	33:1
Linde AG	69:1	71:1	61:1	73:1
Merck KGaA	29:1	38:1	51:1	48:1
Münchener Rück AG	32:1	35:1	33:1	35:1
RWE AG	55:1	51:1	40:1	40:1
SAP	43:1	35:1	46:1	47:1
Siemens AG	50:1	68:1	64:1	58:1
ThyssenKrupp AG	18:1	47:1	46:1	41:1
Volkswagen AG	86:1	103:1	168:1	123:1
Durchschnitt DAX:	40:1	48:1	51:1	47:1

Teil 3

Corporate governance and the executive-employee pay ratio

– Evidence from German firms

Corporate governance and the executive-employee pay ratio – Evidence from German firms

Christian Drefahl
Department of Financial Accounting and Auditing
University of Cologne
Albertus-Magnus-Platz, 50923 Cologne, Germany.
Email: drefahl@wiso.uni-koeln.de
Phone: 0049-2214703089.

Christoph Pelger
Department of Accounting, Auditing and Taxation
School of Management
University of Innsbruck
Universitätsstr. 15, 6020 Innsbruck, Austria.
Email: christoph.pelger@uibk.ac.at
Phone: 0043-51250771300.

Corporate governance and the executive-employee pay ratio – Evidence from German firms

Abstract

The ratio between CEO (executives) and average employee pay has recently become a controversial topic in public and regulatory debates. In this paper, drawing on the theory of managerial power, we analyse how corporate governance factors can contribute to explain the pay ratios. Our study focuses on the German setting where the increasing retreat of blockholders has recently put managers in a particularly strong position and where legislation requires that pay ratios must be considered in setting up executive contracts. Using hand-collected compensation data from German listed firms for the period 2006 to 2013, we reveal that, over and beyond market forces that relate to the relative importance of the activities by CEOs (executives) and employees, ownership structure, board sizes and the extent of variable executive compensation are key drivers of differences in pay ratios. In particular, governance structures that are associated with larger information asymmetries and a powerful management are associated with higher pay ratios. Thus, our findings imply that the mandatory publication of pay ratios might be useful to identify more general deficiencies in firms' corporate governance.

Keywords: Corporate governance, Executive/employee pay ratio, German firms, Management compensation

1. Introduction

In recent years, the compensation of top managers has been discussed in many different national settings (e.g. Hill, 2012). Determinants of executive compensation have been analysed extensively in the literature (e.g. Edmans & Gabaix, 2009; Fernandes et al., 2013; van Essen et al., 2015). More recently, public and academic discussions have begun to focus on the ratio of executive (or CEO) pay to the pay of rank-and-file employees (e.g. Faleye et al., 2013; Crawford et al., 2014). For example, the SEC published a release in 2015 which specifies that, starting in 2017, US firms have to disclose the CEO pay ratio (SEC, 2015). The European Commission is also currently considering to prescribe the presentation of the ratio and an additional explanation of how the employees' remuneration was considered when setting the remuneration of executives for listed firms (Art. 9a, par. 3, EU Commission, 2014).¹ Despite the prominence pay ratios have received in recent regulatory decisions, empirical research on the determinants of pay ratios remains scarce (Shin, 2014; Connelly et al., 2016; Greckhamer, 2016). We follow Wagenhofer's (2016) call for research into regulation of executive compensation and shed light on possible benefits that might arise due to the disclosure of pay ratios.

More specifically, the present paper focuses on the question of how corporate governance attributes are related to pay ratios. This question is motivated by a strand of research based on the managerial power approach (Bebchuk & Fried, 2004). This theoretical perspective argues that management compensation contracts are not the result of efficient contracting but rather reflect managerial entrenchment. In a meta-analysis, van Essen et al. (2015) conclude that empirical literature has found evidence supporting explanations based on managerial power suggesting that this theory has explanatory power over and beyond efficient contracting. Our study extends the literature on governance factors explaining executive compensation (e.g. Core et al., 1999) by linking governance and pay ratios that mark the gap between executive and employee compensation. In particular, we hypothesize that governance structures that ensure tighter control of managers, reflecting limits to managerial power, are associated with lower pay ratios. Greckhamer (2016) argues that understanding power structures is key to explain pay ratios. This topic is also relevant on the background of research into wage inequality. Piketty (2014, p. 304) notes that "the rise of the supermanager" is responsible for unseen levels of wage inequality in the United States (also cf. Cheffins, 2003). Thus, pay ratios

¹ The presentation of the ratio between the executive and average employee pay, intended by the European Commission is not provided by the European Parliament. Instead of this, in March 2017, the European Parliament voted a revised proposal that requires companies to inform about the annual change of executive remuneration in comparison with the change of average employees' remuneration (Art. 9b, par. 1 (b), EU Parliament, 2017).

are linked to public debates about executive excesses (Institute for Policy Studies, 2013) that provide an impetus to the regulations referred to above.

Our research question of the influence of corporate governance on pay ratios is addressed by using hand-collected compensation data from German listed firms. The German setting is appropriate for analysing governance effects on pay ratios for at least two reasons. First, literature has documented that changes to the corporate governance system in Germany, that have been taken place for about 20 years (e.g. Hackethal et al., 2003), have put managers in a very powerful position. In particular, the decreasing importance of traditionally strong blockholders, such as banks, families or strategic investors with their ability to control managers, has left a vacuum at some firms that has increased managerial discretion, indicated by executives' excess pay (Rapp & Wolff, 2010; Engelen, 2015). In this setting, the disclosure of pay ratios might be an important means to help investors unveil deficiencies in payment structures in a firm (and in executive pay in particular) and it thus seems justified to analyse how governance factors are linked to pay ratios. Second, in 2009 the German legislator adopted the "Appropriate Director Compensation Act" (VorstAG) with the intention to improve the incentives provided by management remuneration (Bundestag 2009a) and to introduce broad criteria for appropriate remuneration. These criteria do include, among other things, the "vertical dimension" of managerial pay, i.e. the ratio of management and employee pay. The German Corporate Governance Code details that management compensation shall be set in light of "the relationship between the compensation of the Management Board and that of senior management and the staff overall" (DCGK, 2017, sec. 4.2.2). This shows that the pay ratio has been an important consideration for setting up executive contracts at least since this was mandated in 2009. Thus, the German setting offers the opportunity to study the influence of corporate governance on pay ratios when pay ratios actually are taken into account for executive contracting.

This paper relates to existing literature on pay ratios in the following ways. Shin (2014) finds that the unionization of employees and specific characteristics of the CEO influence the pay ratio. According to his findings, labor's bargaining power reduces the pay ratio, while externally recruited CEOs and CEOs with a finance background are associated with higher ratios. In contrast to Shin (2014), our paper is not concerned with unionization and CEO characteristics but rather focuses on corporate governance factors in explaining the ratio. Faleye et al. (2013) scrutinise determinants of the CEO-employee pay ratio for a sample of US firms. Their focus is on market factors and they show that firm complexity is associated with higher

pay ratios, while employee qualification is linked to lower ratios. Our study controls for factors such as firm complexity and employee qualification in order to reveal the effect of corporate governance on pay ratios beyond market forces that reflect the supply/demand in the respective labour markets for managers and employees. Drawing on contradicting findings related to tournament theory, Connelly et al. (2016) analyse the effect of different types of institutional investors on pay ratios. They distinguish between investors with longer time frames (“dedicated investors”) and shorter time frames (“transient investors”) for their investments. The authors find that the existence of institutional investors focusing on the longer-term performance decreases the executive employee pay ratio, while it is higher for firms with transient investors. Our study also analyses different types of owners and their influence on pay ratios. However, our theoretical framing is not based on the tournament theory but on the managerial power approach. Thus our focus is on different groups of traditional influential shareholders like families, strategic investors and banks that are typically expected to exert a dominating influence on German companies (Engelen, 2015). In accordance with the managerial power approach we also pay attention to managerial ownership; i.e. CEO/executives can exercise their power and influence over ineffective boards (Bebchuk & Fried, 2004). Finally our paper can be contrasted from literature which studies the performance effects of pay ratios (Faleye et al., 2013; Connelly et al., 2016) and the effects of pay ratios on firm risk and say-on-pay votes in annual shareholder meetings (Crawford et al., 2014). Instead of focusing on the consequences, our paper attempts to provide a better understanding of the determinants of pay ratios.

We find that corporate governance factors that tend to limit management’s discretion or strengthen the owners’ control of management are linked to lower pay ratios. In particular, we reveal that concentrated ownership, ownership by family or strategic investors and larger management board size lead to lower pay ratios. Moreover, we find that managerial ownership and the percentage of variable (and long-term-pay) to total executive (CEO) pay provides an explanation of higher pay ratios. The effects of governance variables are revealed when controlling for market effects, in particular multiple dimensions of firm complexity, that might indicate a strong bargaining power by management, and measures of employee qualification indicating the bargaining power of employees. Our findings imply that research on pay ratios should consider factors of corporate governance and that the mandatory disclosure of pay ratios might have the potential to help investors identify overpaid executives and to derive more general conclusions regarding corporate governance failures.

The paper is structured as follows. In section 2, we present some background on the setting studied in this paper, in particular on corporate governance and management compensation in Germany. In section 3, we explain our expectations about how corporate governance factors might influence the CEO/executive-employee pay ratio. In section 4, we introduce the data used in this study, define the variables we employ in the regressions and present some descriptive statistics. Section 5 presents the results of our analysis, while section 6 offers some conclusions.

2. Background

2.1 Institutional background

The German system of corporate governance is characterized by a two-tier board structure that entails a separation of the management and the supervisory board. While management is independent in its decision-making, the supervisory board is, *inter alia*, responsible for hiring the top management (or terminating its employment) and negotiating its remuneration. On the supervisory board, there are representatives of shareholders as well as employee representatives.² In addition to the two-tier board structure, a further characteristic of German corporate governance has been the existence of strong blockholders. In contrast to the US, traditionally the notion of blockholders does not refer to management but rather to founding families, banks and strategic investors. The latter groups have traditionally played a very important role in controlling the activities of companies' management (Engelen, 2015).

However, in the last two decades there have been remarkable changes in the German system of corporate governance (Hackethal et al., 2003). In particular, ownership structure has changed substantially because banks as one of the traditionally strongest owner groups play a less important role (Hackethal et al., 2003; Engelen, 2015). However, it is to note that families and strategic investors still are important in German corporate governance. In this respect, ownership structures seem rather inert (e.g. Engelen, 2015). Kaserer & Moldenhauer (2008) argue that insider ownership by families in Germany is more pronounced than in other countries, while managerial ownership is less pronounced, especially if compared to the US.³

² The specific mixture of shareholder vs. employee representatives depends on the size and industry of the firm and is regulated in the German Co-Determination Act and the German Co-Determination Act for mining companies.

³ For US firms, Anderson & Reeb (2003) find that family firms outperform non-family firms. For German firms, Kaserer & Moldenhauer (2008) reveal that insider ownership, which they define as management and/or family ownership, positively affects corporate performance.

The background on corporate governance is important to understand recent developments in management compensation in listed German firms. In particular, the changes in ownership might have given rise to discretion for managers to increase their remuneration. Literature provides evidence that the rise in executive compensation, in particular excess compensation, might be related to changes in ownership (Rapp & Wolff, 2010; Engelen, 2015). In this line, two regulatory steps with respect to executive remuneration are noteworthy. Both steps were taken in response to public criticism of executive compensation in some firms, a concern which was fostered by selective discussions in the public press. First, since 2006 the Act on Disclosure of Executive Remuneration (VorstOG) generally requires the disclosure of individual remuneration of the members of the management board. Second, in 2009 the legislator passed the Appropriate Director Compensation Act (VorstAG). This included a set of rules affecting executive compensation, for instance the introduction of a voluntary non-binding say-on-pay vote by the annual shareholder meeting. Moreover, the VorstAG also included criteria which shall be used by the supervisory board when deciding on management compensation. These criteria outline that executives' remuneration shall be customary, reflect managerial performance and be linked to measures of long-term performance (§ 87 I AktG). With regard to the first aspect, compensation being "customary", two levels have to be distinguished. First, this refers to benchmarking against management compensation in peer group firms. Second, it also relates to the wage and salary structure within the enterprise (Bundestag, 2009b, p. 10) that might, for instance, be interpreted as the ratio of the compensation of executives and average employees in the firm (e.g. Otto, 2012; Hitz & Müller-Bloch, 2015). Hitz & Müller-Bloch (2015) conduct an event study with regard to the introduction of the Appropriate Director Compensation Act. They conclude that this regulation was not perceived as beneficial by shareholders as these might have regarded regulatory steps to undermine efficient contracts.

2.2 Prior literature on the German setting

Traditionally, management compensation in Germany was not linked substantially to performance. For example, Schwalbach & Graßhoff (1997) provide evidence for the period 1968 to 1992 and find almost no relation of executive pay to performance. Rapp & Wolff (2010) analyse compensation data from 2005 to 2007 and corroborate the finding of a small pay-to-performance sensitivity. Thus, firm performance is not able to explain the levels of executive remuneration. Instead, Rapp & Wolff (2010) find that firm characteristics (such as size, market-to-book value, leverage, diversification) and corporate governance characteristics, in par-

ticular ownership and supervisory board structure, can explain compensation levels. For example, they reveal that block ownership is associated with lower levels of executive compensation. Rapp et al. (2011) show that only about one third of listed firms in 2006 made use of equity-based incentives in executive compensation. They find firm complexity and the extent of information asymmetries to be major drivers of the use of equity-based instruments.

Canyon & Schwalbach (2000) compare executive compensation in the UK and Germany for the time period 1984 to 1996 and find, among other things, that the executive-employee pay ratio is much more pronounced in the UK. For their German data they show that the level of the pay ratio was relatively stable during that time period (starting at about 6:1 in 1984 and ending at about 4:1 in 1996).⁴ Schmidt & Schwalbach (2007) compare executive remuneration and total labour costs for the period of 1987 to 2005. They reveal that there was an almost identical development of both executives' and employees' remuneration until the mid-1990s. After that time, however, total labour costs remained fairly stable, while executive remuneration skyrocketed. Between 1994 and 2005 executive remuneration increased by 445%. Thus, the authors point to an increasing gap regarding executives' and employees' compensation. Götz & Friese (2014) provide descriptive data on executive-employee pay ratios for firms listed in the two largest German stock indices, DAX and MDAX, between 2006 and 2013. The authors show a relative stability of (average) pay ratios during this time. In contrast to the extant literature, the present paper does not merely provide evidence on the extent of the ratios and developments over time but analyses possible reasons that can explain the extent of the ratios. For this purpose, in the next section we introduce our hypotheses.

3. Governance factors and pay ratios

Companies in which owners delegate decision-making authority to employed managers are subject to principal agent problems because the separation of ownership and control is accompanied by diverging interests of both parties and the existence of information asymmetries (e.g. Jensen & Meckling, 1976). One possible solution to this agency conflict consists in providing incentives for the managers (agents) through the design of employment contracts, in particular through compensation (Jensen & Meckling, 1976; Jensen & Murphy, 1990). Based on the assumptions of the principal-agent-theory two approaches exist in the literature that try to explain managers' remuneration: the optimal contracting and the managerial power

⁴ Apparently focusing on a different sample and using other measures for employees' remuneration, Schwalbach (1999) concludes that executives' pay grew faster between 1987 and 1998 than the remuneration of employees and workers.

approach. The former approach assumes that efficient contracts will provide strong incentives for managers to act in the best interests of shareholders (e.g. Core et al., 2003). Thus, the managers' remuneration is the result of an equilibrium in the market for managers which is determined by the scarce resource of managerial talent and the risk of replacement that the managers have to bear (Gabaix & Landier, 2008; Rajgopal et al., 2006). The managerial power approach, on the other hand, assumes that managers are in a particularly strong position which they can exploit in order to increase their own compensation (e.g. Bebchuk & Fried, 2004).

Our analysis follows the idea of the managerial power approach in that specific governance constellations provide particular power⁵ to managers to increase their pay. We transfer this idea to the setting of pay ratios and hypothesize that corporate governance factors promoting (limiting) managerial power are associated with higher (lower) pay ratios. In the following we discuss our expectations in more detail with regard to ownership structure, board sizes and other governance variables.

Our first focus is on ownership structure. Bebchuk & Fried (2004) discuss that blockholders might be able to use their influence to restrain managers' discretion and thus might be able to hinder rent extraction. Elston & Goldberg (2003) find that management compensation is negatively related to concentrated ownership. Rapp & Wolff (2010) offer similar findings, while Engelen (2015) notes that ownership concentration might help to avoid managerial rent extraction as information asymmetries are less pronounced than in the case of atomistic ownership. Thus, we expect that concentrated ownership leads to lower pay ratios.

H1: Concentration of ownership has a negative effect on pay ratios.

In addition to concentration of ownership, the type of owner might matter for how strict control over management is exercised. As outlined above, the German setting was traditionally shaped by ownership through families (Kaserer & Moldenhauer, 2008) as well as banks and strategic investors which was traditionally related to tight control and little managerial discretion. Engelen (2015) reveals that blockholdings by these three groups in German firms are associated with lower agency costs which reflect less opportunities for managerial entrenchment. These findings give rise to our expectation that firms, where banks/families/strategic

⁵ Bebchuk & Fried (2004, p. 62) use the term managerial power and contrast this term to the notion of "bargaining power" that relates to the "personal capabilities and characteristics" of executives.

investors have a major influence tend to exhibit lower pay ratios than others. On the other hand, following literature from the US (Allen, 1981; Bebchuk & Fried, 2004), managers holding shares might tend to promote their own interest, i.e. increase their compensation, leading to higher pay ratios. Empirical findings are ambiguous but show rather evidence for the presumed positive relationship between managerial ownership and executive compensation (Finkelstein & Hambrick, 1989; Cyert et al., 2002).⁶ Based on the theoretical framing and the empirical results presented above we thus derive the following hypotheses:

H2a: Ownership by family/strategic and bank investors has a negative influence on pay ratios.

H2b: Managerial ownership has a positive influence on pay ratios.

The German two-tier structure entails the separation of management and supervisory board. On the one hand, a larger management board size might give rise to a higher level of specialization among board members as each member can focus on a specific function/task. Furthermore, because of divergent interests more members on the management board might make managerial entrenchment more difficult. On the other hand, it is also possible that a larger management board size reflects the complexity of a firm's activities and is thus linked to higher pay ratios. For instance, in their study on tournaments, Kettenring et al. (2014) use management board size as a proxy for firm complexity. Faleye et al. (2013) consider the board size in the one-tier US setting as a governance variable but do not find any relation to CEO-employee pay ratios. Given the different lines of argumentation, we do not make any prediction about the effect of management board size on pay ratios.

As mentioned above, in the German system of corporate governance, the supervisory board that consists both of shareholder and employee representatives is responsible for the compensation of the CEO and the other members of the management board. In the literature, the size of the supervisory board has been related to the effectiveness of controlling management. While more members on the supervisory board might allow for better control of managers, it might also lead to more cumbersome debates on the board and thus less effective control. Rapp & Wolff (2010) show for German compensation data that the level of executive compensation is positively associated with the size of the supervisory board. Given these different lines of argumentation, we also do not build an expectation for the effect of supervisory board

⁶ However, Lambert et al. (1993) and Core et al. (1999) show a negative effect between CEO ownership and CEO compensation.

size on pay ratios and leave the prediction unsigned. For the board sizes we thus derive the following hypotheses:

H3a: Management board size has an effect on pay ratios.

H3b: Supervisory board size has an effect on pay ratios.

Additionally, we consider the payment/incentive structure for executives. While agency theory has pronounced that variable remuneration is a means to provide incentives to managers to increase firm value (Jensen & Murphy, 1990), the managerial power approach argues that variable remuneration, and in particular share-based payments, are prone to managerial rent-seeking (Bebchuk & Fried, 2004; Bebchuk & Grinstein, 2005). As outlined above, prior empirical evidence on German firms has shown a limited role of incentives provided through variable compensation (Rapp & Wolff, 2010; Engelen, 2015). Instead of being linked to performance, variable compensation seems to contribute to managerial rent extraction (Engelen, 2015).⁷ Thus, we expect that the pay ratio increases in executives' variable pay.

H4: The extent of the CEO's/executives' variable pay positively effects pay ratios.

In addition to our expectations derived from the theory of managerial power, in our study we control for factors that might reflect efficient contracting. From the perspective of optimal contracting theory, the CEO/executive-employee pay ratio is supposed to be influenced by the relative importance of the respective activities of CEO/executives and employees. On the one hand, this implies that companies where managing the firm is a particularly complex activity should exhibit higher executive pay levels and thus c.p. show higher pay ratios. The empirical findings by Faleye et al. (2013) for US data provide support for the notion that a complex organization needs a higher ability on behalf of the top management which is reflected in a higher pay ratio. Firm complexity is reflected in firm size (e.g. Faleye et al., 2013; Kettenring et al., 2014) but also, for instance, in the extent the firm operates in different product markets. Diversification is typically associated with higher cooperation and coordination efforts and

⁷ An alternative explanation for high variable pay is based on the assumptions of the agency theory that managers are risk averse and have to be compensated for bearing risks (Beatty & Zajac, 1994). In contrast to shareholders that can diversify their firm-specific risk managers are related with the companies they manage. So they hold an exposure with idiosyncratic risk that possibly induces them to be risk averse in their investment decisions. This agency problem can be reduced by aligning executive compensation to firm performance and therefore incentivise executives to take shareholder value-increasing decisions (Holmström, 1979; Smith & Stulz, 1985).

thus provides an indication of complexity (e.g. Kettenring et al., 2014). In line with prior literature, we thus expect pay ratios to increase in firm complexity.

On the other hand, companies where employees by and large carry out sophisticated tasks, for example research and development or investment activities, should show a lower ratio because of higher remuneration for (average) employees. Consistent with this idea, Faleye et al. (2013) show that capital intensive and research intensive firms typically have a lower CEO/employee pay ratio which reflects that such firms typically employ more qualified employees than more labour-intensive or less innovative firms. Thus, we expect pay ratios to decrease in employee qualification. An additional consideration pertains to the country where employees work. Given the relatively high education standard in Germany and the high payments received by German employees relative to other countries,⁸ a higher percentage of a firm's employees based outside Germany might also explain a higher pay ratio (Götz & Friese, 2014). Thus, we expect pay ratios to increase in the internationalization of a company.

4. Data

4.1 Sample

The empirical analyses are based on a sample of German listed firms over the period from 2006 to 2013. The starting point of our dataset is determined by the availability of certain compensation variables. In 2006, the Act on Disclosure of Executive Board Remuneration (VorstOG) became effective and among other things mandated listed firms to disclose compensation for each board member individually (in the categories of fixed salary (including fringe benefits), short-term bonus and long-term incentives). We began our sample selection process by identifying all companies belonging to DAX, MDAX, TecDAX and SDAX indices (which correspond to a sample of 160 quoted firms at the end of each fiscal year) of the German Stock Exchange, Frankfurt am Main. From this population of 1280 observations all companies not legally registered in Germany (80 firm-years)⁹ and all firm-years for which compensation data were not completely reported in the annual reports (49) were excluded. Further sample reductions result from missing accounting or ownership data (47 firm-years).

⁸ According to recent statistics by the OECD, with an average annual wage of 43,872 US-\$ per year, Germany ranks 12th among OECD countries (cf. OECD, 2015).

⁹ These firms typically have corporate governance structures that differ from those of German firms and were thus excluded from our sample.

Finally, we excluded observations of firms applying US-GAAP (30 firm-years)¹⁰. This procedure, which is shown in Table 1, yields a basic sample of 1074 firm-years.

Please insert Table 1 here.

4.2 Definition of variables

For our analysis we define the CEO-employee pay ratio (*Ratio_ceoemp*) as the natural logarithm of the ratio of the CEO's total compensation to the average employee pay.¹¹ The average employee pay was calculated by dividing the total labor expenses (less executive compensation) through the total number of employees (less executives). IAS 1.99 gives a choice to entities preparing financial statements according to IFRS whether they present their profit and loss statement based on the nature of expense or the function of expense (cost-of-sales) method. Total labor expenses (or "employee benefits expenses") necessarily form part of the income statement if a company follows the nature of expense method (IAS 1.102). Following IAS 1.104, the separate disclosure of total labor expenses is also mandatory if a company uses the cost-of-sales method for its income statement. For determining the number of employees we used average full-time equivalent employees where this information could be retrieved from the annual report; otherwise we used the reported average number of employees during the fiscal year.¹² Both the average number of employees and the total labor expenses were hand-collected from the annual reports.

In our analysis, we consider both the CEO-employee pay ratio as well as the executive/employee pay ratio which encompasses all members of the management board. As pay increases have not solely been attributed to the CEO but to the top management in general (e.g. Schwabach & Schmidt, 2007) we deem this an important consideration. The executive/employee pay ratio (*Ratio_execemp*) is calculated correspondingly as the total average compensation of executives in relation to the average employee pay. Total CEO (executive) compensation includes both short term compensation, which captures salary and performance-related one-year variable bonuses awarded to the CEO (executives), and long term incentives, primarily comprising restricted stocks, stock options, and cash payouts from long-

¹⁰ The IAS regulation in the EU allowed listed firms to use US-GAAP instead of IFRS for financial years starting before 01/01/2007. All accounting data in our sample firms are based on IFRS financial statements to avoid any differences arising due to different accounting standards.

¹¹ This approach to measuring pay ratios is in line with Faleye et al. (2013).

¹² In rare cases, where none of the mentioned numbers were available in the annual reports, we collected the number of employees at the end of the fiscal year.

term performance plans. We exclude pension-related plans, since they are not uniformly applied and reported, and severance payments that represent extraordinary remuneration packages instead of the CEO's (executives') performance in the respective year. The following formulas summarize our calculation of the pay ratios:

$$(1) \text{ Ratio_ceoemp} = \ln \frac{\text{total CEO compensation}}{\text{average employee pay}} .$$

$$(2) \text{ Ratio_execemp} = \ln \frac{\text{average total executive compensation}}{\text{average employee pay}} .$$

All variables relating to CEO/executive remuneration were hand-collected from each company's compensation report which is mandatory for listed firms according to the requirements of the German commercial code (§ 314 I No. 6a HGB). For a considerable number of firms, CEO compensation data was not available despite the general disclosure obligation. In Germany, a listed company can refuse disclosure of individualized executive compensation data, if at least 75% of shareholders approve in the annual general meeting (§ 314 III HGB). In those cases only the compensation components of the management board members as a whole are reported.¹³ We therefore only included CEO compensation data from those firms where information on the individualized remuneration for the CEO was available. In rare cases, if only one director was appointed, this sole director was treated as the CEO. When a CEO was in charge for less than 12 months during the financial year, we annualized the CEO's compensation by simply extrapolating it to a 12-months interval. With regard to the number of management board members, we count on an exact monthly basis the term of office for every board member during the financial year.

In the following, we describe the independent variables used in this study. Concerning corporate governance factors, we first focus on the ownership structure (e.g. Kaserer & Moldenhauer, 2008; Engelen, 2015). First, we measure the concentration of ownership (*Owner_conc*). For this purpose, we take the residual of ownership after deducting the free float. Information on free float is taken from the Hoppenstedt stock guide and includes all shareholders holding less than 3% of the firm's shares that cannot be separately assigned to indi-

¹³ In our sample of 1074 firm-years (cf. Table 1), for 171 firm-years we do not have separate information on CEO remuneration, i.e. companies made use of the option to avoid publication of individualized compensation. Before disclosure of individualized management compensation became mandatory in 2006, companies were encouraged by the German Code on Corporate Governance to voluntarily provide such information. Andres & Theissen (2008) find that only 7% of firms (18% of firms) provided such information in 2002 (2003) in their annual reports.

vidual owners.¹⁴ Second, we identify different groups of shareholders which are important. First, this refers to families, strategic investors¹⁵ and banks and their respective shares in the firm (*Share_fam*, *Share_strat*, *Share_bank*) and second to managerial ownership (*Share_man*). For robustness tests, we created dummy variables for blockholders from the different owner categories holding at least 25% of the shares (*Block25_fam*, *Block25_strat*, *Block25_bank*, *Block25_man*).¹⁶ Information on ownership was also taken from the Hoppenstedt stock guide.

Regarding board sizes, we collected data on the size of the management board (*Size_mbrd*) as well as the number of members of the supervisory board (*Size_sbrd*). According to the German stock market law, the management board consists of one or more members, while, in general, firms with a nominal capital larger than 3 m. EUR should have a management board consisting of at least two members (§ 76 II AktG). The number of members on the supervisory board must be dividable by three and is limited to the minimum/ maximum number of three to 21 board members (§ 95 AktG). Both management and supervisory board size were hand-collected from the Hoppenstedt stock guide.

The structure of management compensation refers to the different components of remuneration. In the following, both short-term compensation and long-term incentives (defined above) together are labelled variable compensation. This variable compensation divided by the total CEO/executive compensation yields the percentage of variable CEO/executive compensation (*Perc_varcomp_CEO*; *Perc_varcomp_exec*). This variable indicates the extent of the compensation which is linked to short-term and long-term performance of the firm, in other words, the extent that CEOs'/executives' contracts contain incentives. As alternative measures for the structure of CEO (executive) compensation, we use the percentage of long-term incentives relative to total compensation. These measures (*Perc_lticomp_CEO*; *Perc_lticomp_exec*) reflect the degree to which CEOs (executives) are incentivized by use of long-term compensation that consists of shares, options or long-term bonus plans. As outlined above, all compensation data were hand-collected from the firms' annual reports.

¹⁴ Here we exclusively focus on ordinary shares, namely shares that are furnished with voting rights.

¹⁵ In this context family shareholders, for instance, are (former) founder families that are typical insider blockholders which appoint their own members to the supervisory board. We define a strategic investor as a shareholder who is primarily interested in achieving synergies from joint activities or who derives benefits from similar business models of the company he is invested in. Examples include the shareholdings of Volkswagen AG in MAN SE or the equity investment by Kering SA in Puma SE.

¹⁶ The threshold of 25% is important in the German setting because several regulations in the German stock market law (AktG), for major decisions, such as changing the corporate charter (§ 179 AktG), require a majority of at least 75% of votes at the annual shareholder meeting.

We proxy firm complexity by using multiple measures. Size is measured as the natural logarithm of assets total (*Size_at*). As alternative size proxies for robustness checks we use the natural logarithm of total revenues (*Size_trev*) and the natural logarithm of the market capitalization (*Size_mcap*), defined as the number of shares outstanding multiplied by the stock price at the end of the year. We use the number of product segments (*Num_pseg*), the acquisition activities of a firm, measured by the percentage of goodwill as to total assets (*Perc_gw*) and the total number of subsidiaries (*Num_subs*) as further proxies of firm complexity. Except for the number of subsidiaries which was hand-collected, these variables were taken from or constructed by recourse to Compustat Global and Datastream.

To capture the employee's qualification, we follow the argument by Faleye et al. (2013) and include the variables capital intensity (*Cap_int*), that is, (net) property, plant, equipment divided by the number of employees, and R&D intensity (*R&D_int*), that is, the amount of R&D expenses divided by total assets. In addition, we consider the level of internationalization as reflected in the proportion of employees on the entire workforce who work abroad, i.e. outside Germany (*Perc_emp_ab*). The number of employees as well as the number of employees abroad were both hand-collected from the annual reports.¹⁷ As alternative measure of internationalization we consider the percentage of foreign sales in relation to total sales (*Perc_sales_ab*) which we took from Datastream and the percentage of foreign subsidiaries (*Perc_subs_ab*) that was hand-collected.

As additional control variables, we use the market to book ratio (*MTB*), defined as the ratio of the market value of equity to the book value of equity at the end of the financial year, which is commonly used in the literature as an estimator of growth opportunities (e.g. Core et al., 1999). As a proxy for capital market performance we define stock returns (*Stk_ret*) as the firm's annual adjusted stock returns including dividend payments. We include *ROE* as the return on equity measured as net income divided by the equity at the end of the financial year. These capital market and accounting performance measures enable us to control for pay-for-performance which is another important aspect stressed in the German regulation of executive compensation (§ 87 I AktG). We also account for the possible influence of financial leverage, defined as the sum of long-term debt over total assets (*Lev*). These data were taken from Compustat Global or Datastream. Finally, for our analysis of CEO-employee pay ratios we include a hand-collected dummy variable for a change of the CEO in the respective firm-year (*CEO_change*).

¹⁷ As the disclosure of the latter item is not required, data availability of this item is somewhat limited.

4.3 Descriptive statistics

Table 2 shows descriptive statistics on the pay ratios. Panel A provides an overview of the development of the ratios over time, while Panel B focuses on the pay ratios in different industries, using the classification of supersectors by the German stock exchange, and Panel C distinguishes between different indices of the German stock exchange.

Please insert Table 2 here.

From the starting year of our investigation (2006) to the final year of our data (2013) we can see an increase in both CEO-employee and executive-employee pay ratios. However, the increase (on average) is more pronounced for the CEO-employee pay ratio which increased by 24.29%, while the executive-employee pay ratio increased only by 12.62% during the eight years of our sample data. It is also notable that the ratios are subject to variation over time. While there was a sharp rise in the ratios from 2006 to 2007, afterwards the financial crisis led to ratios dropping to the level of 2006, until in 2010 and the following years the ratios again substantially increased.

Looking at Panel B of Table 2, it is apparent that the ratios are very heterogeneous across different industries. In particular, industries where firms typically require highly qualified employees, i.e. finance, insurance and real estate, information technology and pharma and healthcare, show relatively low ratios. On the other hand, consumer goods and utilities are the industries exhibiting the highest ratios. A more detailed look at the data shows that three of the five highest CEO-employee pay ratios in the whole sample pertain to Volkswagen AG (in the years 2011, 2012, 2013), while only one year of Volkswagen is among the five highest executive-employee ratios (2011), which reflects a particularly high (relative) remuneration of Volkswagen's CEO during that time (Martin Winterkorn). Leoni AG, a car parts supplier, is responsible for the other two of the five largest CEO-employee pay ratios (in the years 2012 and 2013) and for three of the five highest executive-employee pay ratios (2011, 2012, 2013). Possible reasons are that Leoni's CEO and executives receive relatively high salaries compared to firms of a similar size (in particular other firms in the index MDAX, cf. Panel C) and that nearly 90% of Leoni's employees work in low budget countries (Leoni, 2014, p. 80).

As both year and industry seem to be important considerations in analyzing the CEO/executive-employee pay-ratio, we include year and industry controls in our regression

models in Table 5. Our industry classification follows the definition of supersectors, provided by the Deutsche Börse AG (Deutsche Börse, 2015).

Panel C provides the distinction between different indices of the German stock exchange which serves as a proxy for the size of the companies. The largest companies, listed in the DAX, show, by far, the highest pay ratios. In MDAX and SDAX the ratios are less pronounced. The index TecDAX which includes technology-driven firms shows the lowest (average) pay ratio which possibly again reflects the qualification of employees in these firms.

Table 3 introduces the definitions of our dependent and independent variables and provides some descriptive statistics. All variables (except dummy variables) were winsorised at the 1% level to avoid any bias due to outliers.

Please insert Table 3 here.

Table 4 presents correlations among the main variables that we include in our OLS regressions. Many variables have significant correlations. However, only very few relations seem important with regard to the level of the correlation. In particular, our size measure (*Size_at*) is highly correlated with the size of the management and supervisory board. This correlation is unsurprising as larger firms tend to be more complex and thus require more members on the management and supervisory board. Moreover, large and complex firms usually have a large number of subsidiaries so that *Num_subs* is also highly correlated with firm size and board sizes.

Please insert Table 4 here.

5. Results

Table 5 shows our regression results for the CEO-employee (models 1 to 3) and the executive-employee (models 4 to 6) pay ratio. In model 1 (4) we present the results for the governance variables without controls for firm complexity and employee qualification. In model 2 (5), we additionally include controls for firm complexity, while in model 3 (6) we also take up controls for employee qualification.

Our findings provide general support for our expectation that concentrated ownership leads to lower pay ratios (H1). In particular, shareholdings by families and strategic investors are associated with lower ratios. While the variables are not significant in all models in table 5, this is mostly due to including both concentration and the percentages of certain shareholder types in one model. If we only include concentration of ownership (and drop the shareholdings by different types of owners), this variable is significant at the 1% level in all six models. The other way round, if we drop the concentration variable, family, strategic and management ownership are all significant in all models (except management ownership in model 6). For bank ownership we do not find any significant results. This might suggest that banks, which are not as influential in terms of ownership as other types of shareholders (see the descriptive statistics in table 3), tend to exhibit less strict control of management compared to families and strategic investors. Thus, our results are partly in line with H2a in that we find lower pay ratios with increasing family and strategic ownership but do not find any effect for bank ownership. We find evidence in all models that larger shareholdings by management are linked to higher pay ratios, which is in line with our hypothesis H2b derived from the managerial power theory. All in all, these findings reveal the importance of ownership structure for pay ratios. In particular, ownership structures that provide large discretion to management explain higher pay ratios.

Concerning the size of the management board, our results are mixed. In models 1 and 4 there is a significant positive effect on the pay ratios, while in all other models there is a significantly negative effect. Our explanation for this finding is that in models 1 and 4 the size of the management board works as a proxy for firm complexity and thus positively affects the pay ratios. When we control for firm complexity by other proxies in models 2 and 3 (5 and 6), the size of the management board shows a negative effect which seems to be in line with the argument that different interests and specialization on the management board might diminish managerial power. According to H3a we can thus conclude that a larger size of the management board has a negative effect on pay ratios.

For the size of the supervisory board our results are also mixed. While models 1 and 4 indicate a positive effect of the board size on pay ratios, when we control for firm complexity this effect is weaker (model 2) or not significant (models 3, 5 and 6). Thus, it seems that there is no clear effect of the size of the supervisory board on pay ratios.

With respect to the structure of management compensation, it results that a higher percentage of variable CEO (executive) pay is always associated with higher pay ratios. This provides

support for H4. Considering that we control for stock and accounting performance in all models, this effect is noteworthy and suggests that the extent of variable compensation seems to be a major driver of pay ratios.

Please insert Table 5 here.

We conducted several robustness checks for our results on the pay ratios. If we use total revenues or market capitalization instead of total assets in models 2 and 3 (5 and 6), the results remain similar with respect to our main variables of interest (untabulated).

Including the percentage of foreign sales instead of the percentage of employees abroad in model 3 changes the significance levels of some variables. Strategic ownership is then significant at the 5% level, while concentrated ownership and management ownership are not significant. Similarly, in model 6 concentrated and management ownership are not significant, but family ownership is significant at the 1% level and supervisory board size at the 5% level.

Please insert Table 6 here.

Regarding compensation structure, using the percentage of long-term incentives instead of the percentage of variable compensation still leads to a highly significant coefficient in all models. However, including the percentage of long-term incentives affects the effect of managerial ownership. The significant effect of this variable disappears in all models but model 2 (10% level) and model 5 (1%). This suggests that the percentage of long-term incentives as well as managerial ownership reflect similar effects on the pay ratios.

Please insert Table 7 here.

If we use ownership dummies for blockholdings of families, strategic investors, banks and management the results remain very similar. Significance levels tend to be more pronounced. In model 4 (10% level) and 6 (5% level) family blockholdings are significant, while in model 5 blockholdings by strategic investors are significant (10% level).

Please insert Table 8 here.

We calculated the variance inflation factor for all regression models in Table 5. The mean VIF reaches its highest level in model 4 (4.96), which does not raise substantial concerns regarding multicollinearity.

6. Conclusion

Our paper analyses the role of corporate governance factors in explaining the CEO-employee and executive-employee pay ratios for a sample of listed German firms. We show that ownership concentration and specific types of owners (family and strategic investors) are associated with lower pay ratios, while managerial ownership leads to higher ratios. These findings can be explained by recourse to the managerial power theory as concentrated ownership and shares by such investors are associated with stricter control of management. Evidence is also presented for an influence of the extent of variable (and long-term) executive compensation on the pay ratios. We also provide evidence that the size of the management board is linked to higher ratios when we control for effects of firm complexity.

All these findings suggest that pay ratios are not solely driven by market forces but that incentives and the control exercised by certain owners also have a remarkable influence. In this regard our study complements existing studies on the determinants of pay ratios that have focused on factors affecting the bargaining power of managers and employees (Faleye et al., 2013; Shin, 2014) and the role of different types of institutional investors (Connelly et al., 2016).

Our findings have some implications for current policy debates on executive-employee pay ratios. As we show that corporate governance factors play a role in explaining pay ratios in the German setting, regulatory interventions that prescribe the disclosure of pay ratios and promote their considerations in setting up contracts with top managers might be warranted. Such regulatory steps might help owners to establish efficient contracts and might pose limits to rent extraction by management.

While our findings were based on data from German listed firms, we concur with Greckhamer (2016) that cross-national research into determinants of pay ratios promises further insights. Pay ratios in different countries differ a lot, as it was for example shown by Conyon & Schwalbach (2000) for Germany and the UK. Such differences might have some roots in different systems of corporate governance or the prevalence of different ownership structures

(Greckhamer, 2016). Exploring cross-national differences might also provide further inputs to regulatory debates at the supranational level, for example at the level of the European Union.

Literature

Allen, M.P., 1981. Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation. *Am. J. Sociol.* 86, 1112-1123.

Anderson, R. C., Reeb, D. M., 2003. Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *J. Finance.* 58, 1301-1328.

Andres, C., Theissen, E., 2008. Setting a fox to keep the geese - Does the comply-or-explain principle work? *J. Corp. Financ.* 14, 289-301.

Beatty, R.P., Zajac, E.J., 1994. Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings. *Adm. Sci. Q.* 39, 313-335.

Bebchuk, L. A., Fried, J., 2004. *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation.* Harvard University Press 2004.

Bebchuk, L., Grinstein, Y., 2005. The growth of executive pay. *Oxford Rev. Econ. Pol.* 21, 283-303.

Bundestag, 2009a. Entwurf eines Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung [Draft law on the Appropriate Director Compensation Act], Bundestags-Drucksache 16/12278. Available at: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/16/122/1612278.pdf>.

Bundestag, 2009b. Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses [Recommended resolution and report of the Committee on Legal Affairs], Bundestags-Drucksache 16/13433. Available at: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/16/134/1613433.pdf>.

Cheffins, B. R., 2003. Will executive pay globalize along American lines? *Corp. Gov.* 11, 8-24.

Connelly, B. L., Haynes, K. T., Tihanyi, L., Gamache, D. L., Devers, C. E., 2016. Minding the gap: Antecedents and consequences of top management-to-worker pay dispersion. *J. Man.* 42, 862-885.

Conyon, M. J., Schwalbach, J., 2000. Executive compensation: Evidence from the UK and Germany. *Long Range Plann.* 33, 504-526.

Core, J. E., Guay, W. R., Larcker, D. F., 2003. Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey. *Econ. Pol. Rev.* 9, 27-50.

Core, J. E., Holthausen, R. W., Larcker, D. F., 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *J. Fin. Econ.* 51, 371-406.

Crawford, S. S., Nelson, K. K., Rountree, B. R., 2014. The CEO-Employee Pay Ratio. Working Paper. Available at: <http://ssrn.com/abstract=2529112>.

Cyert, R.M., Kang, S.-H., Praveen, K, 2002. Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence. *Manage. Sci.* 48, 453-469.

DCGK, 2017. Deutscher Corporate Governance Kodex [German Corporate Governance Code], Available at: <http://www.dcgk.de/en/>.

Deutsche Börse, 2015. Guide to the Equity Indices of Deutsche Börse AG. Available at: http://www.dax-indices.com/EN/MediaLibrary/Document/Guide_Equity_Indices.pdf.

Edmans, A., Gabaix, X., 2009. Is CEO Pay really inefficient? A survey of new optimal contracting theories. *Eur. Financ. Manag.* 15, 486-496.

Elston, J. A., Goldberg, L. G., 2003. Executive compensation and agency costs in Germany. *J. Bank. Financ.* 27, 1391-1410.

Engelen, C., 2015. The effects of managerial discretion on moral hazard related behavior: German evidence on agency costs. *J. Manage. Governance.* 19, 927-960.

EU Commission, 2014. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement. Available at: http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:59fccf6c-c094-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0003.01/DOC_1&format=PDF.

EU Parliament, 2017. European Parliament legislative resolution of 14 March 2017 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement. Available at: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P8-TA-2017-0067+0+DOC+PDF+V0//EN>.

Faleye, O., Reis, E., Venkateswaran, A., 2013. The determinants and effects of CEO-employee pay ratios. *J. Bank. Financ.* 37, 3258-3272.

- Fernandes, N., Ferreira, M., Matos, P., Murphy, K., 2013. Are U.S. CEOs paid more? New international evidence. *Rev. Finan. Stud.* 26, 323-367.
- Finkelstein, S., Hambrick, D.C., 1989. Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management J.* 10, 121-134.
- Gabaix, X., Landier, A., 2008. Why has CEO Pay increased so much? *Q. J. Econ.* 123, 49-100.
- Götz, A., Friese, N., 2014. Vorstandsvergütung im DAX und MDAX – Fortsetzung der empirischen Analyse 2013 nach Einführung des Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetzes [Executive compensation in DAX and MDAX – Continuation of the 2013 empirical analysis following the adoption of the Appropriate Director Compensation Act]. *Corporate Finance Biz.* 5, 345-404.
- Greckhamer, T., 2016. CEO compensation in relation to worker compensation across countries: the configurational impact of country-level institutions. *Strat. Man. J.* 37, 793-815.
- Hackethal, A., Schmidt, R. H., Tyrell, M., 2003. Corporate governance in Germany: Transition to a modern capital-market-based system. *J. Inst. Theor. Econ.* 159, 664-674.
- Hill, J. G., 2012. Regulating executive remuneration after the global financial crisis: common law perspectives. In: Thomas, R. S., Hill, J. G. (Eds.). *Research Handbook on Executive Pay*, Cheltenham: Edward Elgar, 219-240.
- Hitz, J. M., Müller-Bloch, S., 2015. Market reactions to the regulation of executive compensation. *Eur. Account. Rev.* 24, 659-684.
- Holmström, B., 1979: Moral Hazard and Observability. *Bell. J. Econ.* 10, 74-91.
- Institute for Policy Studies, 2013. Executive Excess 2013. Available at: <http://www.ipsdc.org/wp-content/uploads/2013/08/EE13-FINAL.pdf>.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *J. Financ. Econ.* 3, 305-360.
- Jensen, M. C., Murphy, K. J., 1990. CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Bus. Rev.* 68, 138-153.
- Kaserer, C., Moldenhauer, B., 2008. Insider ownership and corporate performance: evidence from Germany. *Rev. Manag. Sci.* 2, 1-35.

Kettenring, T., Tuschke, A., Friedl, G., 2014. Tournaments, top management team compensation, and the impact of complexity – two sides of one story. *Schmalenbach Business Review*. 66, 106-131.

Lambert, R.A., Larcker, D.F., Weigelt, K., 1993. The Structure of Organizational Incentives. *Adm. Sci. Q.* 38, 438-461.

Leoni AG, 2014. Annual report 2013. Available at: https://www.leoni.com/fileadmin/corporate/publications/reports/2013/annual_report_2013.pdf

OECD, 2015. Average annual wages. Available at: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=64115>.

Otto, S., 2012. *Vorstandsvergütung, Gesetzliche Obergrenzen als Garant für Angemessenheit* [Executive compensation: Legal caps as a guarantor for appropriateness]. Jena: Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft.

Piketty, T., 2014. *Capital in the twenty-first century*. Harvard University Press.

Rajgopal, S., Shevlin, T., Zamora, V., 2006. CEOs' Outside Employment Opportunities and the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts. *J. Financ.* 61, 1813-1844.

Rapp, M. S., Wolff, M., 2010. Determinanten der Vorstandsvergütung [Determinants of executive pay]. *Z. Betriebswirt.* 80, 1075-1112.

Rapp, M. S., Schaller, P., Wolff, M., 2011. Aktienbasierte Langfristanreize im Rahmen der Vorstandsvergütung [Stock-based incentives in executive compensation packages]. *Die Betriebswirtschaft.* 71, 311-330.

Schmidt, R., Schwalbach, J., 2007. Zu Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland [On the size and dynamics of top management remuneration in Germany]. *Z. Betriebswirt. Special Issue 1/2007*, 111-122.

Schwalbach, J., 1999. Entwicklung der Managervergütung [Development of management compensation]. *Betrieb. Forsch. Prax.* 51, 592-602.

Schwalbach, J., Graßhoff, U., 1997. Managervergütung und Unternehmenserfolg [Management remuneration and firm performance]. *Z. Betriebswirt.* 67, 203-217.

SEC, 2015. 17 CFR Parts 229 and 249 [Release Nos. 33-9877; 34-75610; File No. S7-07-13] RIN 3235-AL47 Pay Ratio Disclosure. Available at: <http://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9877.pdf>.

Shin, T., 2014. Explaining pay disparities between top executives and nonexecutive employees: a relative bargaining power approach. *Social Forces* 92, 1339-1372.

Smith, C.W., Stulz, R. M., 1985: The Determinants of Firms' Hedging Policies. *J. Finan. Quant. Anal.* 20, 391-405.

Van Essen, M., Otten, J., Carberry, E. J., 2015. Assessing managerial power theory: a meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *J. Manage.* 41, 164-202.

Wagenhofer, A., 2016. Exploiting regulatory changes for research in management accounting. *Manage. Account. Res.* 31, 112-117.

Table 1: Construction of the sample

DAX, MDAX, TecDAX and SDAX companies during the fiscal years 2006 to 2013	1280
Less foreign firms	80
Less firms that are eliminated due to missing/incomplete compensation data	49
Less firms with lack of data availability	47
Less firms applying US-GAAP	30
Total	1074

Table 2: Descriptive statistics for the CEO/executive-employee pay ratio

Panel A: Distribution over time

Year	Ratio_ceoemp						Ratio_execemp					
	n	Mean	Median	Std. dev.	Max	Min	n	Mean	Median	Std. dev.	Max	Min
2006	99	35.44	22.23	36.53	189.87	0.57	119	25.83	16.83	25.06	140.00	1.91
2007	104	44.35	29.05	43.72	223.64	2.78	126	30.22	22.74	25.79	138.68	1.32
2008	115	35.78	24.44	34.00	174.48	1.92	139	24.92	18.46	20.10	98.89	1.93
2009	110	35.19	22.95	34.23	155.49	4.27	140	23.95	16.34	21.02	127.02	3.54
2010	113	41.82	26.34	39.65	190.89	4.91	139	28.20	19.88	24.01	139.75	4.15
2011	118	48.06	33.90	49.89	333.23	3.16	134	31.22	23.44	28.49	212.70	4.00
2012	124	45.19	29.06	48.51	278.29	3.10	140	29.65	21.26	27.39	201.68	2.53
2013	120	44.05	29.05	43.57	266.68	1.81	137	29.09	21.50	24.87	140.76	1.35

Panel B: Distribution across industries

Supersector	Ratio_ceoemp						Ratio_execemp					
	n	Mean	Median	Std. dev.	Max	Min	n	Mean	Median	Std. dev.	Max	Min
Basic Materials	92	43.34	30.80	35.98	174.48	6.72	100	28.25	21.98	19.09	140.00	7.96
Consumer Goods	99	89.87	75.69	70.09	333.23	12.00	125	51.65	49.84	37.78	212.70	8.51
Consumer Services	82	52.75	36.39	43.25	173.13	6.44	113	35.50	26.11	28.48	139.75	4.75
Finance, Insurance and Real Estate	167	21.72	14.38	21.19	128.83	1.81	173	15.56	10.70	13.85	103.65	1.35
Industrials	284	35.97	27.21	30.90	189.18	0.71	356	25.59	19.98	20.46	138.68	1.32
Information Technology	69	26.95	15.57	27.71	178.37	0.57	84	18.55	12.98	15.28	93.35	3.83
Pharma & Healthcare	68	31.41	19.81	26.83	94.26	1.92	79	22.18	14.99	16.65	72.63	4.57
Telecommunication	19	49.34	43.99	28.89	131.80	26.25	21	31.96	28.38	12.93	69.63	13.72
Utilities	23	61.26	68.51	37.60	110.25	12.85	23	37.43	43.61	20.94	69.66	8.77

Panel C: Distribution across indices of the Frankfurt Stock Exchange

Index	Ratio_ceoemp						Ratio_execemp					
	n	Mean	Median	Std. dev.	Max	Min	n	Mean	Median	Std. dev.	Max	Min
DAX	213	76.59	66.06	47.68	333.23	6.09	217	47.61	43.90	26.04	168.43	6.94
MDAX	284	44.53	32.65	40.63	278.29	1.81	354	32.16	23.74	27.50	212.70	1.35
SDAX	246	21.28	15.47	22.95	224.63	0.71	316	17.41	14.06	13.68	97.97	3.53
TecDAX	160	19.99	14.12	21.33	178.37	0.57	187	14.55	11.22	11.80	93.35	1.32

This table shows the means of CEO(executive)-employee pay ratios for different years (Panel A), industries, following the definition of supersectors by the Deutsche Börse AG (Panel B), and indices of the Frankfurt Stock Exchange (Panel C). The data in this table are presented without the natural logarithm and are not winsorized.

Table 3: Definitions and descriptive statistics

Variable	Definition	N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
<i>Ratio_ceoemp</i>	Natural logarithm of the CEO-employee pay ratio	903	3.31	3.29	0.91	1.15	5.25
<i>Ratio_execemp</i>	Natural logarithm of the executive-employee pay ratio	1074	3.01	2.99	0.79	1.34	4.84
<i>Ownerconc</i>	Concentration of ownership	1074	0.48	0.48	0.23	0.00	1.00
<i>Share_fam</i>	Percentage of shares held by families	1074	0.08	0.00	0.17	0.00	0.73
<i>Share_strat</i>	Percentage of shares held by strategic investors	1074	0.06	0.00	0.17	0.00	0.80
<i>Share_bank</i>	Percentage of shares held by banks	1074	0.01	0.00	0.03	0.00	0.20
<i>Share_man</i>	Percentage of shares held by management	1074	0.07	0.00	0.18	0.00	0.80
<i>Block25_fam</i>	Family blockholder with at least 25% of shares	1074	0.15	0.00	0.35	0.00	1.00
<i>Block25_strat</i>	Strategic blockholder with at least 25% of shares	1074	0.11	0.00	0.31	0.00	1.00
<i>Block25_bank</i>	Bank blockholder with at least 25% of shares	1074	0.01	0.00	0.08	0.00	1.00
<i>Block25_man</i>	Management blockholder with at least 25% of shares	1074	0.14	0.00	0.34	0.00	1.00
<i>Size_mbrd</i>	Size of the management board	1074	4.17	4.00	1.74	2.00	10.00
<i>Size_sbrd</i>	Size of the supervisory board	1074	10.90	12.00	5.84	3.00	21.00
<i>Perc_varcomp_CEO</i>	Percentage of variable compensation (CEO)	902	0.55	0.59	0.20	0.00	0.87
<i>Perc_varcomp_exec</i>	Percentage of variable compensation (management board)	1074	0.54	0.57	0.19	0.00	0.85
<i>Perc_ltcomp_CEO</i>	Percentage of compensation based on long-term incentives (CEO)	902	0.19	0.14	0.21	0.00	0.75
<i>Perc_ltcomp_exec</i>	Percentage of compensation based on long-term incentives (man. board)	1074	0.18	0.13	0.20	0.00	0.74
<i>Size_at</i>	Natural logarithm of total assets	1074	7.96	7.51	2.02	4.52	13.65
<i>Size_revt</i>	Natural logarithm of total revenues	1071	7.59	7.36	1.86	3.95	11.60
<i>Size_mcap</i>	Natural logarithm of market capitalisation	1056	14.26	14.02	1.67	11.18	18.02
<i>Num_pseg</i>	Number of product segments	978	4.16	4.00	1.75	1.00	9.00
<i>Num_subs</i>	Number of subsidiaries	1074	146.89	56.00	230.68	2.00	1189.00
<i>Perc_gw</i>	Percentage of goodwill to total assets	1011	0.11	0.08	0.12	0.00	0.51
<i>Cap_int</i>	Capital intensity	1032	0.06	0.04	0.08	0.00	0.43
<i>R&D_int</i>	R&D intensity	665	0.04	0.03	0.04	0.00	0.21
<i>Perc_emp_ab</i>	Percentage of employees working abroad (i.e. outside Germany)	797	0.45	0.47	0.26	0.00	0.96
<i>Perc_sales_ab</i>	Percentage of foreign sales	870	0.54	0.59	0.26	0.00	0.98
<i>Stk_ret</i>	Stock return	1044	0.15	0.12	0.48	-0.86	2.05
<i>Mtb</i>	Market-to-book ratio	1056	2.19	1.67	1.87	0.16	11.08
<i>Roe</i>	Return on equity (net income)	1070	0.09	0.12	0.22	-1.31	0.56
<i>Lev</i>	Leverage	1074	0.62	0.64	0.19	0.09	0.98
<i>CEO_change</i>	Change of the CEO	933	0.12	0.00	0.32	0.00	1.00

This table presents the definitions of dependent and independent variables and descriptive statistics. The data in this table (except for dummy variables) are winsorized at the 1% level.

Table 4: Correlations

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1 <i>Ratio_ceoemp</i>		0.959	-0.116	-0.057	-0.085	-0.029	-0.224	0.425	0.586	0.630	0.608	0.561	0.299	0.636	0.224	0.146	-0.295	0.405	0.097	0.066	0.167	0.192	-0.073
2 <i>Ratio_execemp</i>	0.958		-0.097	-0.065	-0.042	-0.025	-0.211	0.302	0.501	0.602	0.602	0.523	0.274	0.617	0.211	0.109	-0.279	0.429	0.085	0.072	0.174	0.172	-0.027
3 <i>Owner_conc</i>	-0.100	-0.083		0.204	0.159	0.030	0.160	-0.017	-0.104	-0.128	-0.142	-0.090	-0.056	-0.063	-0.062	-0.022	-0.040	-0.093	0.032	0.087	0.066	-0.013	0.004
4 <i>Share_fam</i>	-0.030	0.001	0.289		-0.178	0.036	-0.074	-0.058	-0.067	0.046	-0.003	-0.149	-0.114	-0.068	0.041	0.135	0.099	-0.157	0.027	0.087	0.041	-0.206	-0.048
5 <i>Share_strat</i>	-0.102	-0.041	0.243	-0.147		-0.046	-0.171	0.039	0.112	-0.015	-0.004	0.085	-0.010	-0.053	-0.105	0.043	0.046	-0.081	0.029	0.003	-0.080	0.065	0.050
6 <i>Share_bank</i>	-0.044	-0.041	0.090	0.040	-0.042		-0.086	0.004	0.008	-0.023	-0.022	0.045	-0.015	-0.017	-0.044	0.064	-0.002	0.030	0.016	-0.064	-0.028	0.051	-0.042
7 <i>Share_man</i>	-0.116	-0.125	0.259	-0.143	-0.141	-0.079		-0.147	-0.418	-0.192	-0.212	-0.420	-0.181	-0.271	-0.114	-0.223	0.011	-0.097	0.017	0.159	0.131	-0.174	-0.020
8 <i>Size_mbrd</i>	0.408	0.303	-0.075	-0.044	0.041	-0.017	-0.109		0.555	0.324	0.259	0.600	0.303	0.513	-0.048	0.251	-0.165	0.205	-0.050	-0.096	-0.036	0.279	0.043
9 <i>Size_sbrd</i>	0.567	0.491	-0.091	-0.056	0.065	-0.036	-0.291	0.575		0.354	0.328	0.746	0.361	0.639	-0.005	0.339	-0.205	0.195	0.016	-0.157	-0.070	0.366	-0.005
10 <i>Perc_varcomp_CEO</i>	0.610	0.566	-0.110	0.052	-0.020	-0.015	-0.148	0.243	0.309		0.925	0.362	0.115	0.382	0.020	0.164	-0.110	0.229	0.119	0.122	0.296	0.035	-0.103
11 <i>Perc_varcomp_exec</i>	0.581	0.577	-0.121	0.037	-0.003	-0.014	-0.153	0.211	0.292	0.907		0.366	0.116	0.394	0.063	0.154	-0.120	0.255	0.123	0.156	0.316	0.032	-0.085
12 <i>Size_at</i>	0.518	0.481	-0.129	-0.085	0.043	0.032	-0.249	0.702	0.745	0.287	0.305		0.396	0.725	-0.045	0.350	-0.328	0.212	-0.034	-0.250	-0.089	0.562	-0.006
13 <i>Numb_pseg</i>	0.318	0.290	-0.061	-0.070	-0.026	-0.064	-0.143	0.356	0.416	0.097	0.094	0.440		0.356	-0.002	0.260	-0.293	0.160	-0.033	-0.085	-0.059	0.247	0.082
14 <i>Numb_subs</i>	0.554	0.543	-0.085	-0.009	-0.087	0.028	-0.109	0.505	0.522	0.270	0.296	0.637	0.342		0.212	0.148	-0.324	0.435	-0.026	-0.154	-0.002	0.394	0.002
15 <i>Perc_gw</i>	0.185	0.181	0.036	0.014	-0.093	-0.004	-0.134	-0.041	-0.054	0.040	0.071	-0.068	-0.010	0.119		-0.207	-0.001	0.253	0.029	0.198	0.027	-0.105	0.002
16 <i>Cap_int</i>	0.134	0.095	0.022	0.080	-0.023	0.024	-0.066	0.168	0.322	0.150	0.142	0.308	0.262	0.104	-0.140		-0.291	-0.143	-0.037	-0.086	-0.115	0.052	-0.033
17 <i>R&D_int</i>	-0.346	-0.331	-0.061	0.028	0.093	0.002	0.041	-0.129	-0.256	-0.144	-0.157	-0.337	-0.275	-0.266	0.043	-0.303		-0.110	0.048	0.209	0.013	-0.283	0.018
18 <i>Perc_emp_ab</i>	0.409	0.442	-0.087	-0.076	-0.041	0.053	-0.066	0.186	0.188	0.216	0.241	0.204	0.166	0.339	0.185	-0.113	-0.114		-0.006	0.048	0.048	0.071	0.007
19 <i>Stk_ret</i>	0.068	0.060	0.034	0.014	0.027	0.020	0.014	-0.055	-0.020	0.123	0.120	-0.070	-0.039	-0.067	0.025	-0.056	0.061	-0.028		0.349	0.163	-0.077	-0.088
20 <i>Mtb</i>	0.013	0.007	0.134	0.116	-0.005	-0.035	0.201	-0.134	-0.218	0.068	0.085	-0.265	-0.140	-0.136	0.118	-0.121	0.190	-0.013	0.304		0.497	-0.232	-0.060
21 <i>Roe</i>	0.075	0.098	0.063	0.070	-0.037	-0.025	0.071	-0.031	-0.024	0.258	0.267	-0.021	-0.046	-0.023	-0.026	-0.051	-0.157	0.066	0.178	0.247		-0.135	-0.101
22 <i>Lev</i>	0.197	0.174	-0.001	-0.163	0.063	0.054	-0.094	0.338	0.393	0.001	0.002	0.598	0.279	0.314	-0.072	0.114	-0.354	0.083	-0.076	-0.158	-0.175		0.039
23 <i>CEO_change</i>	-0.078	-0.035	0.003	-0.045	0.058	-0.023	-0.044	0.049	-0.002	-0.133	-0.102	-0.003	0.087	0.021	0.016	-0.022	0.052	0.006	-0.053	-0.060	-0.163	0.020	

This table presents the correlation coefficients. Pearson correlation coefficients are displayed below, Spearman correlation coefficients above the diagonal. Statistical significance at the 5% level is indicated by bold coefficients. Definitions for the variables are provided in Table 3.

Table 5: Results of OLS regressions

Variables	Predicted sign	Ratio_CEOemp			Ratio_execemp		
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
<i>Owner_conc</i>	-	-0.0594 (0.0936)	-0.0460 (0.0937)	-0.2444** (0.1448)	-0.1547* (0.0873)	-0.1257 (0.0862)	-0.1680* (0.0921)
<i>Share_fam</i>	-	-0.6970*** (0.1232)	-0.6724*** (0.1185)	-0.5477*** (0.1518)	-0.1786 (0.1155)	-0.2129** (0.1068)	-0.1981 (0.1263)
<i>Share_strat</i>	-	-0.5124*** (0.1464)	-0.4032** (0.1688)	-0.1484 (0.1729)	-0.3029*** (0.1172)	-0.1463 (0.1270)	-0.1553 (0.1468)
<i>Share_bank</i>	-	0.4876 (0.6692)	0.3903 (0.9081)	1.2703 (1.0753)	0.4492 (0.5772)	0.1816 (0.7815)	0.2521 (1.1278)
<i>Share_man</i>	+	0.3160** (0.6692)	0.3444*** (0.1298)	0.5505*** (0.1672)	0.2510** (0.1102)	0.2633** (0.1076)	0.2248* (0.1200)
<i>Size_mbrd</i>	?	0.0527*** (0.0120)	-0.0436*** (0.0133)	-0.0720*** (0.0158)	0.0234** (0.0103)	-0.0746*** (0.0115)	-0.0837*** (0.0136)
<i>Size_sbrd</i>	?	0.0418*** (0.0047)	0.0141** (0.0061)	0.0074 (0.0076)	0.0295*** (0.0039)	-0.0074 (0.0050)	-0.0041 (0.0060)
<i>Perc_varcomp_CEO</i>	+	2.0970*** (0.1027)	1.9050*** (0.1055)	1.7481*** (0.1356)			
<i>Perc_varcomp_exec</i>	+				2.0662*** (0.1033)	1.6682*** (0.1097)	1.6698*** (0.1317)
<i>Size_at</i>	+		0.1256*** (0.0210)	0.2089*** (0.0276)		0.1700*** (0.0187)	0.1927*** (0.0220)
<i>Numb_pseg</i>	+		0.0276** (0.01294)	0.0334*** (0.0129)		0.0235*** (0.0100)	0.0251** (0.0104)
<i>Numb_subs</i>	+		0.0007*** (0.0001)	0.0003* (0.0002)		0.0007*** (0.0001)	0.0003*** (0.0001)
<i>Perc_gw</i>	+		0.8790*** (0.1534)	0.3080 (0.2125)		0.4372*** (0.1328)	-0.1998 (0.1674)
<i>Cap_int</i>	-			-1.5981*** (0.3106)			-1.8594*** (0.2345)
<i>R&D_int</i>	-			-3.1550*** (0.7120)			-2.6486*** (0.5810)
<i>Perc_emp_ab</i>	+			0.2975*** (0.1120)			0.3596*** (0.0933)
<i>Stk_ret</i>	?	0.0033 (0.0550)	0.0586 (0.0452)	0.1012* (0.0553)	0.0165 (0.0444)	0.0722* (0.0400)	0.0646 (0.0461)
<i>Mtb</i>	?	-0.0079 (0.1286)	-0.0194 (0.0140)	-0.0064 (0.0201)	-0.0202* (0.0114)	-0.0210* (0.0118)	0.0200 (0.0161)
<i>Roe</i>	?	-0.1146 (0.0832)	-0.1982* (0.1044)	-0.0390 (0.1448)	-0.0052 (0.0884)	-0.0762 (0.1194)	0.0098 (0.1803)
<i>Lev</i>	?	0.5667 (0.1393)	-0.2156 (0.1736)	0.1852 (0.2059)	0.6543*** (0.1194)	-0.0591 (0.1402)	0.2927* (0.1607)
<i>CEO_change</i>	?	-0.1075* (0.0550)	-0.1368** (0.0537)	-0.0783 (0.0605)			
N		874	748	426	1031	897	488
Industry dummies		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummies		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²		0.6830	0.7473	0.8162	0.6043	0.6845	0.7828
F-Statistic		78.03***	95.49***	84.03***	68.69***	91.17***	80.57***

This table presents the results of OLS regressions. The results show regression coefficients and robust standard errors in parentheses. N is the number of observations. Statistical significance is indicated by ***, **, * at the 1%, 5% and 10% level respectively. Definitions for the variables are provided in Table 3.

Table 6: Robustness of the results of OLS regressions with percentage of foreign sales

Variables	Predicted sign	Ratio_CEOemp			Ratio_execemp		
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
<i>Owner_conc</i>	-	-0.0594 (0.0936)	-0.0460 (0.0937)	-0.1195 (0.1094)	-0.1547* (0.0873)	-0.1257 (0.0862)	-0.0680 (0.0989)
<i>Share_fam</i>	-	-0.6970*** (0.1232)	-0.6724*** (0.1185)	-0.6803*** (0.1379)	-0.1786 (0.1155)	-0.2129** (0.1068)	-0.3908*** (0.1160)
<i>Share_strat</i>	-	-0.5124*** (0.1464)	-0.4032** (0.1688)	-0.5443** (0.2142)	-0.3029*** (0.1172)	-0.1463 (0.1270)	-0.2653 (0.1788)
<i>Share_bank</i>	-	0.4876 (0.6692)	0.3903 (0.9081)	1.2368 (1.0143)	0.4492 (0.5772)	0.1816 (0.7815)	0.2209 (0.8326)
<i>Share_man</i>	+	0.3160** (0.6692)	0.3444*** (0.1298)	0.2689 (0.1753)	0.2510** (0.1102)	0.2633** (0.1076)	0.0408 (0.1245)
<i>Size_mbrd</i>	?	0.0527*** (0.0120)	-0.0436*** (0.0133)	-0.0726*** (0.0149)	0.0234** (0.0103)	-0.0746*** (0.0115)	-0.0041*** (0.0131)
<i>Size_sbrd</i>	?	0.0418*** (0.0047)	0.0141** (0.0061)	-0.0071 (0.0084)	0.0295*** (0.0039)	-0.0074 (0.0050)	-0.0134** (0.0067)
<i>Perc_varcomp_CEO</i>	+	2.0970*** (0.1027)	1.9050*** (0.1055)	1.6700*** (0.1311)			
<i>Perc_varcomp_exec</i>	+				2.0662*** (0.1033)	1.6682*** (0.1097)	1.6323*** (0.1235)
<i>Perc_sales_ab</i>	+			0.0011 (0.0010)			0.0015* (0.0008)
N		874	748	500	1031	897	582
Control variables included		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummies		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²		0.6830	0.7473	0.7975	0.6043	0.6845	0.7645
F-Statistic		78.03***	95.49***	83.09***	68.69***	91.17***	93.54***

This table presents the results of OLS regressions with percentage of foreign sales as independent variable in model 3 and 6. The results show regression coefficients and robust standard errors in parentheses. N is the number of observations. Statistical significance is indicated by ***, **, * at the 1%, 5% and 10% level respectively. Definitions for the variables are provided in Table 3.

Table 7: Robustness of the results of OLS regressions with percentage of long-term incentives

Variables	Predicted sign	Ratio_CEOemp			Ratio_execemp		
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
<i>Owner_conc</i>	-	-0.1616 (0.1058)	-0.1417 (0.1057)	-0.3511*** (0.1237)	-0.2310** (0.0954)	-0.1625* (0.0928)	-0.1918* (0.1054)
<i>Share_fam</i>	-	-0.6479*** (0.1456)	-0.6114*** (0.1411)	-0.5096*** (0.1849)	-0.0913 (0.1341)	-0.1657 (0.1201)	-0.2162 (0.1470)
<i>Share_strat</i>	-	-0.4960*** (0.1563)	-0.4003** (0.1796)	-0.1508 (0.1863)	-0.3834*** (0.1316)	-0.2061 (0.1375)	-0.2827* (0.1716)
<i>Share_bank</i>	-	0.4970 (0.8190)	-0.1758 (1.1515)	0.1856 (1.2716)	0.3390 (0.6655)	-0.4665 (0.8904)	-0.7883 (1.3124)
<i>Share_man</i>	+	0.2367 (0.1650)	0.2608* (0.1583)	0.3502 (0.2281)	0.1752 (0.1243)	0.1808*** (0.1196)	0.1118 (0.1476)
<i>Size_mbrd</i>	?	0.0642*** (0.0149)	-0.0469*** (0.0170)	-0.0713*** (0.0185)	0.0252* (0.0129)	-0.0886*** (0.0143)	-0.0041*** (0.0131)
<i>Size_sbrd</i>	?	0.0538*** (0.0053)	0.0241*** (0.0072)	0.0025 (0.0090)	0.0409*** (0.0044)	-0.0032 (0.0054)	-0.0145* (0.0075)
<i>Perc_itcomp_CEO</i>	+	1.0110*** (0.1314)	0.8228*** (0.1331)	0.4666*** (0.1344)			
<i>Perc_itcomp_exec</i>	+				1.0969*** (0.1133)	0.8279*** (0.1074)	0.6068*** (0.1163)
N		874	748	426	1031	897	488
Control variables included		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummies		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²		0.5623	0.6439	0.7350	0.4811	0.6058	0.7030
F-Statistic		51.62***	59.77***	63.91***	48.21***	62.45***	56.36***

This table presents the results of OLS regressions with percentage of long-term incentives as independent variable in all models. The results show regression coefficients and robust standard errors in parentheses. N is the number of observations. Statistical significance is indicated by ***, **, * at the 1%, 5% and 10% level respectively. Definitions for the variables are provided in Table 3.

Table 8: Robustness of the results of OLS regressions with ownership dummies for blockholders

Variables	Predicted sign	Ratio_CEOemp			Ratio_execemp		
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
<i>Owner_conc</i>	-	-0.0873 (0.0894)	-0.0831 (0.0937)	-0.2634*** (0.1094)	-0.1326 (0.0837)	-0.1005 (0.0800)	-0.1595* (0.0989)
<i>Block25_fam</i>	-	-0.2626*** (0.0577)	-0.3105*** (0.0529)	-0.2762*** (0.0682)	-0.0944* (0.0514)	-0.1479*** (0.0466)	-0.1454** (0.1160)
<i>Block25_strat</i>	-	-0.2520*** (0.0633)	-0.1664** (0.0706)	-0.0380 (0.0719)	-0.1969*** (0.0532)	-0.1051* (0.0573)	-0.0647 (0.0614)
<i>Block25_bank</i>	-	-0.1302 (0.1402)			-0.1516 (0.1125)		
<i>Block 25_man</i>	+	0.1499** (0.0692)	0.1974*** (0.0672)	0.3918*** (0.1019)	0.1174** (0.0560)	0.1408*** (0.0518)	0.1650** (0.1245)
<i>Size_mbrd</i>	?	0.0519*** (0.0122)	-0.0470*** (0.0133)	-0.0753*** (0.0161)	0.0217** (0.0104)	-0.0777*** (0.0116)	-0.0888*** (0.0140)
<i>Size_sbrd</i>	?	0.0410*** (0.0048)	0.0133** (0.0061)	0.0045 (0.0075)	0.0293*** (0.0039)	-0.0072 (0.0050)	-0.0046 (0.0060)
<i>Perc_varcomp_CEO</i>	+	2.1021*** (0.1030)	1.9037*** (0.1052)	1.7453*** (0.1315)			
<i>Perc_varcomp_exec</i>	+				2.0694*** (0.1031)	1.6735*** (0.1093)	1.690*** (0.1297)
N		874	748	426	1031	897	488
Control variables included		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummies		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²		0.6785	0.7472	0.8219	0.6058	0.6875	0.7874
F-Statistic		76.87***	96.20***	77.62***	70.14***	91.94***	81.14***

This table presents the results of OLS regressions with ownership dummies for blockholders as independent variables in all models. The variable *Block25_bank* was omitted in model 2, 3, 5 and 6 because of missing data. The results show regression coefficients and robust standard errors in parentheses. N is the number of observations. Statistical significance is indicated by ***, **, * at the 1%, 5% and 10% level respectively. Definitions for the variables are provided in Table 3.

Teil 4

„Say on Pay“ – Einflussfaktoren auf Abstimmungsmöglichkeit und -ergebnisse über Vorstandsvergütungssysteme deutscher Unternehmen

„Say on Pay“ – Einflussfaktoren auf Abstimmungsmöglichkeit und -ergebnisse über Vorstandsvergütungssysteme deutscher Unternehmen

Von Dipl.-Kfm. Christian Drefahl und Dr. Christoph Pelger, Universität zu Köln*)

erschieden in:

Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP), 65. Jg. (2013), S. 444-466.

Der vorliegende Beitrag untersucht für die ersten vorliegenden Daten der deutschen Hauptversammlungen 2010 und 2011, welche Faktoren bestimmen, ob den Aktionären die Abstimmungsmöglichkeit des Say on Pay eingeräumt wird und wodurch, bei Aufnahme auf die Tagesordnung, das Abstimmungsergebnis determiniert wird. Es zeigt sich, dass die Wahrscheinlichkeit der Abstimmung durch den Anteil variabler Managemententlohnung erhöht wird und die Missbilligung bei transparenter Vergütungspolitik des Vorstands geringer ausfällt.

JEL-Kennziffern: J33, K22, M40, M48, M52

Stichworte: AktG, Hauptversammlung, Say on Pay, VorstAG, Vorstandsvergütung

Keywords: AktG, management compensation, Say on Pay, shareholder meeting, VorstAG

*) Dipl.-Kfm. Christian Drefahl und Dr. Christoph Pelger sind Wissenschaftliche Mitarbeiter am Seminar für ABWL und für Wirtschaftsprüfung an der Universität zu Köln. Die Verfasser danken Fabian Mohr, B.Sc., für seine hilfreiche Unterstützung bei der Datenerhebung.

1. Problemstellung

Nicht zuletzt durch die Erfahrungen in der Finanzkrise stehen die Vergütungen der Vorstände börsennotierter Aktiengesellschaften auch in Deutschland auf dem Prüfstand. Die Managerentlohnung ist bereits seit den 1990er Jahren, bedingt durch die rasante Zunahme der absoluten Vergütungshöhe und deren Abkopplung von der sonstigen Einkommensentwicklung, Gegenstand kritischer öffentlicher Diskussionen.¹ Die im Zuge der Krise bekannt gewordenen Vergütungsexzesse beförderten die Bereitschaft des deutschen Gesetzgebers, die Vorstandsvergütung von Aktiengesellschaften regulatorisch in den Blick zu nehmen.² Ausfluss dieser Entwicklung ist das 2009 in Kraft getretene Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung.³

Ein wesentlicher Aspekt des Gesetzes besteht darin, den Anteilseignern als Eigentümern der Gesellschaft die Möglichkeit zuzuweisen, über das Vorstandsvergütungssystem im Rahmen der Hauptversammlung abzustimmen. Angelehnt ist diese, plakativ als „Say on Pay“ bezeichnete Abstimmung an die bereits seit 2002 in Großbritannien vollzogene Regelungspraxis (Section 439, Companies Act, 2006). Im Gegensatz zur britischen Variante besteht in Deutschland jedoch keine Pflicht, die Abstimmung auf die Tagesordnung der Hauptversammlung zu heben, sondern dies fällt grundsätzlich in den Entscheidungsbereich des Vorstands selbst. International erfreut sich die Regelung des Say on Pay zunehmender Beliebtheit; in den USA sind entsprechende Abstimmungen seit 2011 durchzuführen,⁴ während sie in anderen Ländern wie Australien, Frankreich, Schweden oder Spanien bereits zuvor etabliert wurden.⁵

Der vorliegende Aufsatz verfolgt das Ziel, anhand der ersten deutschen Hauptversammlungsdaten zum Say on Pay in den Jahren 2010 und 2011 zum einen zu betrachten, welche Hintergründe die Entscheidung des Vorstands, die konsultative Abstimmung über das Vergütungssystem auf die Agenda der Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften zu heben, beeinflussen. Zum anderen wird überprüft, welche Faktoren bei Unternehmen, die das Say on

¹ Für eine Zusammenfassung spektakulärer Fälle siehe *Lutter* (2006), S. 733 f.; für eine Würdigung aus ökonomischer Sicht vgl. *Gillenkirch* (2008).

² Vgl. BT-Drucksache 16/13433, S. 1.

³ Für eine kritische juristische Diskussion der Vorschriften vgl. *Dauner-Lieb/Preen/Simon* (2010); *Eichner/Delahaye* (2010); *Kling* (2010); *Rieckhof* (2010); *Thüsing* (2009); *Thüsing/Forst* (2010); *Wagner* (2010).

⁴ Vgl. SEC Rule 14a-21(a) vom 15.01.2011, wonach ein entsprechendes Votum mindestens einmal innerhalb von drei Jahren durchzuführen ist.

⁵ Vgl. etwa *Göx et al.* (2010), S. 3.

Pay der Aktionäre ermöglichen, den Grad der Missbilligung durch die Aktionäre determinieren.

Die empirische Literatur zu Abstimmungen des Say on Pay ist bislang eher begrenzt.⁶ Für die verpflichtende unverbindliche Abstimmungsform in Großbritannien liegen Studien vor, in denen Determinanten der Missbilligungsquote betrachtet werden. So zeigt *Alissa* (2009), dass exzessive Vergütungen zu einer höheren Ablehnungsquote führen; *Carter/Zamora* (2009) und *Conyon/Sadler* (2010) bestätigen einen Einfluss der Vergütungshöhe auf die Missbilligungsrate. Da die Durchführung des Say on Pay in den Vorreiterländern zumeist jährlich verpflichtend ist, finden sich zur Frage der Aufnahme auf die Tagesordnung keine Befunde in der internationalen Literatur. Für den deutschsprachigen Raum liegt bislang lediglich das Arbeitspapier von *Rapp et al.* (2010) vor. Die Autoren weisen, basierend auf den Hauptversammlungen 2010, nach, dass die öffentliche Exposition der Unternehmen („Medieninteresse“) und die Eigentümerstruktur Einfluss auf die Aufnahme auf die Tagesordnung und die Missbilligung besitzen.

Die vorliegende Untersuchung geht über den Ansatz von *Rapp et al.* (2010) hinaus, indem zum einen – um jahresbedingte Zufallseffekte ausschließen zu können – ein breiteres Datenmaterial, welches auch die Hauptversammlungen 2011 umfasst, betrachtet wird, und zum anderen als zentrale erklärende Faktoren im Einklang mit der internationalen Literatur Vergütungsaspekte – konkret Entlohnungsstruktur, -höhe und -transparenz – herangezogen werden. Die Studie enthält zwei zentrale Ergebnisse. Erstens wird gezeigt, dass die Entscheidung zur Aufnahme des Vergütungsvotums auf die Tagesordnung umso wahrscheinlicher ist, je höher der Anteil der variablen Vergütung an der Gesamtentlohnung des Managements ausfällt. Dieses Ergebnis ist in Übereinstimmung mit gängigen Argumentationsmustern der Prinzipal-Agenten-Theorie, dass eine erfolgsabhängige Beteiligung des Managements Interessenkonflikte von Eigentümern und Geschäftsleitung mildern kann. Zweitens ergibt sich, dass die Missbilligungsquote durch eine individualisierte Offenlegung der Vergütungshöhe der Unternehmensvorstände gemindert wird. Die Transparenz in Bezug auf die Vorstandsentlohnung trägt zur Reduktion von Informationsasymmetrien bei und wird von der Hauptversammlung positiv beschieden. Der vorliegende Aufsatz belegt somit die Relevanz von vergütungsbezogenen Faktoren für die Existenz und den Ausfall von Abstimmungsentscheidungen bei Say on Pay in deutschen Unternehmen, wengleich entgegen den Befunden internationaler Studien eine (relativ) hohe Entlohnung keine Auswirkungen aufweist.

⁶ Vgl. für einen ausführlichen Literaturüberblick *Göx/Kunz* (2011).

In Abschnitt 2 werden zunächst der ökonomische und rechtliche Hintergrund der Einführung von Say on Pay beleuchtet sowie die bisher vorliegenden empirischen Literaturbefunde aufbereitet. In Abschnitt 3 werden Hypothesen formuliert, welche Faktoren zur Aufnahme auf die Tagesordnung und zur Ablehnung des Vergütungssystems beitragen könnten. Abschnitt 4 umfasst die Ergebnisse der eigenen empirischen Erhebung. Abschnitt 5 diskutiert die Ergebnisse und ihre Implikationen.

2. Ökonomischer und rechtlicher Hintergrund

2.1 Say on Pay aus ökonomischer Perspektive

Basierend auf der Prinzipal-Agenten-Theorie liegen in der Literatur zwei wesentliche Ansätze vor, mithilfe derer die Entwicklung von Vorstandsvergütungen erklärt werden kann. Aus Sicht des Optimal Contracting Ansatzes sorgt der Wettbewerb dafür, dass das Management im Interesse der Aktionäre handelt und optimal entlohnt wird.⁷ Ein Vergütungsvotum der Aktionäre erscheint in diesem Szenario kaum sinnvoll. Die Notwendigkeit von Say on Pay lässt sich ökonomisch aber aus dem Managerial Power Approach und der dort vermuteten Interessenkollision zwischen den Eigentümern und dem Kontrollgremium,⁸ das mit dem Agenten Vergütungsverträge aushandelt, ableiten. Dieser Interessenkonflikt resultiert allgemein aus der zwischen Management und Kontrollgremium vereinbarten Vergütungshöhe und -struktur, die den Aktionärsinteressen entgegenstehen können.⁹ Durch Say on Pay haben die Aktionäre die Möglichkeit, von ihrem Abstimmungsrecht über die ausgehandelte Managementvergütung Gebrauch zu machen und so ein Signal an das für Vergütungsfragen zuständige Kontrollgremium, in Deutschland den Aufsichtsrat, zu senden.¹⁰

Hinsichtlich der Ausgestaltung von Say on Pay kann grundsätzlich zwischen freiwilligen, verpflichtenden und bedingt verpflichtenden Abstimmungen auf einer Hauptversammlung unterschieden werden. Diese können sich auf nachvertragliche, wie in Deutschland, oder vorvertragliche Entlohnungsvereinbarungen beziehen und für den Vorstand konsultative oder rechtlich bindende Wirkung entfalten.¹¹

⁷ Vgl. *Cai/Walking* (2011).

⁸ Vgl. *Bebchuk/Fried* (2004), S. 61 ff.

⁹ Vgl. *Göx/Kunz* (2011), S. 7 ff.

¹⁰ Insofern wird auch die Rechenschaftspflicht des Kontrollgremiums gegenüber den Aktionären verschärft, vgl. *EU-Kommission* (2004), Abschnitt II Rz. 4.

¹¹ Für eine modelltheoretische Analyse von Say-on-Pay-Varianten vgl. *Göx/Kunz* (2011), S. 8 ff.

2.2 Gesetzgeberische Maßnahmen in Deutschland: VorstAG

Um den Auswüchsen in der Zunahme der Entlohnung von Vorständen kapitalmarktorientierter Unternehmen Herr zu werden, beschloss der deutsche Gesetzgeber 2009 das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG). Das Ziel, diese Angemessenheit herzustellen, wird dabei über mehrere Wege in Angriff genommen. Erstens wird die Verantwortung des Aufsichtsrats für die Festsetzung der Vorstandsvergütung betont, zweitens werden Leitlinien definiert („mehrjährige Bemessungsgrundlage“; „Nachhaltigkeit“), anhand derer die Entlohnung auszurichten ist, und drittens werden Elemente der Offenlegung von Vergütungsinformationen weiter forciert, welche an die Regelungen des VorstOG anknüpfen.¹² Ein verbindendes Element der drei genannten Ebenen stellt im Rahmen des gesamten Maßnahmenkatalogs die „Einführung eines unverbindlichen Votums der Hauptversammlung zur Billigung oder Missbilligung des Vergütungssystems“¹³ dar. Diese Regelung ist in § 120 Abs. 4 AktG aufgenommen worden¹⁴ und ist ebenfalls durch die Überarbeitung 2010 im Deutschen Corporate Governance Kodex verankert worden (DCGK (2010), Rz. 2.2.1).

Voraussetzung für das konsultativ ausgestaltete Votum der Hauptversammlung ist, dass das Vergütungssystem dieser zur Billigung vorgelegt wird.¹⁵ Da der Vorstand gemäß § 121 Abs. 2 Satz 1 AktG die Hauptversammlung einberuft, obliegt es ihm, zu entscheiden, ob das Vergütungsvotum auf die Tagesordnung aufgenommen wird.¹⁶ Wird das Votum zur Hauptversammlung auf die Tagesordnung gesetzt,¹⁷ so sprechen die Aktionäre auf Basis der ihnen vorliegenden Informationen über das (bisherige) Vergütungssystem für die Vorstandsmitglieder ihre Zustimmung oder Missbilligung aus. Diese Bekundung bezieht sich dabei auf die Gesamtheit des Vergütungssystems mit der zugrundeliegenden Vergütungsstruktur und nicht auf Einzelelemente,¹⁸ wie etwa die Höhe der Entlohnung einzelner Vorstandsmitglieder.

Da es sich bei Say on Pay in der deutschen Ausgestaltungsform um ein unverbindliches Votum handelt, wird die Hoheit des Aufsichtsrats bei der konkreten Festsetzung der Vorstands-

¹² Vgl. Döll (2009), S. 2.

¹³ BT-Drucksache 16/13433, S. 2.

¹⁴ Der Anwendungsbereich des § 120 Abs. 4 AktG beschränkt sich auf börsennotierte Aktiengesellschaften.

¹⁵ Vgl. Fleischer/Bedkowski (2009), S. 680. Beim § 120 Abs. 4 Satz 1 handelt es sich um eine „kann“-Vorschrift; das Gesetz sieht keine Sanktionierung vor.

¹⁶ Ebenfalls können Aktionäre, die aggregiert über mindestens 5% des Grundkapitals oder einen anteiligen Betrag von 500.000 € verfügen, gemäß § 122 Abs. 2 AktG unabhängig vom Tätigwerden des Vorstands (und Aufsichtsrats) verlangen, dass das Vergütungsvotum auf die Tagesordnung gesetzt wird.

¹⁷ Deilmann/Otte (2010), S. 546, halten die jährliche Aufnahme auf die Tagesordnung für nicht sinnvoll, sondern plädieren für ein Votum in „regelmäßigen Zeitabständen“.

¹⁸ Vgl. Fleischer/Bedkowski (2009), S. 683; Döll (2009), S. 19.

vergütung nicht berührt (§ 120 Abs. 4 Satz 2 AktG).¹⁹ Stattdessen besteht die Hoffnung des Gesetzgebers darin, dass die rechtlich unverbindliche Kundgebung von Missfallen über die Entlohnungsstruktur den Aufsichtsrat zu Veränderungen ermuntert und auch den öffentlichen Druck auf das Management erhöht, sich anpassungsbereit zu zeigen.²⁰ Der angestrebte Kanal für die Beschränkung der Vorstandsvergütung ist somit die Reputationswirkung des Hauptversammlungsvotums gegenüber Stakeholdern und Kapitalmarkt.²¹ Diese Hoffnung wird durch die empirische Studie von *Bowlin et al.* (2010) gestützt. Dort weisen die Autoren in einem Laborexperiment mit 258 Universitätsstudenten nach, dass ein nicht-bindendes Votum der Hauptversammlung einen positiven Effekt auf die Investitionsbereitschaft der Aktionäre aufweist. Des Weiteren ist diese Wirkung stärker, wenn Unternehmen selbst entscheiden können, ob sie den Anlegern die Möglichkeit zum Say on Pay eröffnen.²² Genau diese Regelung eines nicht-bindenden, freiwillig auf die Tagesordnung zu setzenden Say on Pay ist in Deutschland gesetzlich umgesetzt worden.

2.3 Empirische Resultate zu Say on Pay

Im Hinblick auf die Mitsprache der Aktionäre bei der Ausgestaltung der Vorstandsentslohnung kann Großbritannien als Vorreiter angesehen werden. Dort ist bereits seit 2002 gesetzlich vorgeschrieben und seit 2006 in Section 439 des Companies Act 2006 verankert, dass die Aktionäre für jedes Geschäftsjahr einen Vergütungsbericht erhalten, über den sie auf der Hauptversammlung abstimmen. Dabei handelt es sich aktuell um eine unverbindliche Empfehlung der Aktionäre, die beratenden Charakter hat (advisory vote). Jüngste Bestrebungen der britischen Regierung deuten indes auf eine Verschärfung zu einem bindenden Votum hin.²³ Die bisherigen Erfahrungen mit Say on Pay in Großbritannien zeigen in anekdotischer Hinsicht²⁴ sowie auch in der großzahligen empirischen Betrachtung,²⁵ dass von der Missbilligungsmög-

¹⁹ Vgl. auch etwa *Falkenhausen/Kocher* (2010), S. 627; *Deilmann/Otte* (2010), S. 545 f.

²⁰ Vgl. *Fleischer/Bedkowski* (2009), S. 685.

²¹ Vgl. *Döll*, 2009, S. 21.

²² Hinsichtlich der Managerentlohnung stellen *Bowlin et al.* (2010) fest, dass diese bei Existenz von Say on Pay gegenüber der Nichtexistenz signifikant sinkt, zwischen den Regimen zwangsläufig durchzuführender oder freiwillig auf die Tagesordnung zu nehmender Abstimmungen bestehen hingegen keine signifikanten Unterschiede. In Abgrenzung zu diesen Resultaten zeigen *Göx et al.* (2010) in einem Experiment mit 250 Schweizer Studenten, dass die Einführung eines nicht-bindenden Say-on-Pay-Votums dort keine signifikanten Auswirkungen auf Unternehmensgewinn und Vergütungshöhe gegenüber dem Fall ohne Say on Pay zeigt. Jedoch könnte das konsultative Say on Pay auch dazu führen, dass Vorstände ein positives Vergütungsvotum als Aufforderung verstehen, höhere Boni-Forderungen zu stellen, siehe *Göx/Kunz* (2011), S. 30.

²³ Vgl. die Rede von *Vince Cable* (2012), Secretary of State for Business, Innovation and Skills; abrufbar unter: <http://news.bis.gov.uk/Press-Releases/Government-announces-far-reaching-reforms-of-directors-pay-67b96.aspx>.

²⁴ Vgl. *Döll* (2009), S. 7 f.; *Sheenan* (2010), S. 13-19.

²⁵ Vgl. *Conyon/Sadler* (2010).

lichkeit durch die Aktionäre eher in geringem Maße Gebrauch gemacht wird. Während die Missbilligung in den ersten Jahren von Say on Pay im Durchschnitt je nach einbezogenen Unternehmen etwa 10% bzw. 16% als Medianwert betrug, bewegt sie sich durchschnittlich seit 2005 bei etwa 6%.²⁶ Trotz dieses eher geringen Wertes fällt die Ablehnung damit jedoch deutlich höher aus als Abstimmungsresultate zu anderen Punkten der Hauptversammlung.²⁷

Für australische Unternehmen findet *Sheenan* (2010) in den ersten drei Jahren der Anwendung von Say on Pay (1. Juli 2005 – 30. Juni 2008) eine durchschnittliche Missbilligung von ca. 5%, wobei die Einzelfälle mit stark ablehnenden Voten über die Zeit zunehmen.²⁸ Für die erste Saison der Anwendung in den USA zeigt die Studie von *Balsam/Yin* (2012) eine Zustimmungsrate von durchschnittlich etwa 90% ohne Berücksichtigung von Enthaltungen und eine Ablehnung der Vergütungsstruktur bei 15 von 981 betrachteten Unternehmen.²⁹

Die Hoffnungen des britischen Gesetzgebers, dass die Höhe der Vergütungen durch Say on Pay zurückgeht, scheint sich hingegen auf Basis der bislang vorliegenden Befunde nicht zu erhärten. Stattdessen weist die Studie von *Conyon/Sadler* (2010) darauf hin, dass auch hohe Missbilligungsquoten nicht in eine Absenkung der Entlohnung in den Folgeperioden münden.³⁰ Das Resultat reflektiert vielmehr ein „endorsement of market-based levels of remunerations by institutional investors“³¹. Allerdings erscheint auch die Durchsetzungskraft der Investoren eher gering ausgeprägt, da bereits Andeutungen von Unternehmensseite, das vorhandene Vergütungssystem kritisch zu prüfen, zu sinkenden Missbilligungsraten führen, wenngleich materielle Änderungen des Systems nicht unbedingt hieraus folgen.³² Die Erhebung von *Ferri/Maber* (2011) für die Jahre 2003 und 2004 in UK zeigt jedoch an, dass gerade in den Fällen einer deutlichen Diskrepanz zwischen der Leistung des Managements („poor performance“) und der Entlohnung die Einführung des Say on Pay sich als wirksam bezüglich deren Verringerung erweist.

In Bezug auf die Determinanten der Missbilligungsrate finden *Conyon/Sadler* (2010) für die Höhe der Vorstandsvergütung einen negativen Einfluss auf die Zustimmungsqute zum Vergütungsbericht bei britischen Unternehmen zwischen 2002-2007.³³ *Alissa* (2009) findet eben-

²⁶ Vgl. zu den Zahlen *Conyon/Sadler* (2010), S. 304; *Sheenan* (2010), S. 13 f.

²⁷ Vgl. *Conyon/Sadler* (2010), S. 301 ff.

²⁸ Vgl. *Sheenan* (2010), S. 19 ff.

²⁹ Vgl. *Balsam/Yin* (2012), S. 4, 9.

³⁰ Vgl. *Conyon/Sadler* (2010), S. 304.

³¹ *Sheenan* (2010), S. 29.

³² Vgl. *Sheenan* (2010), S. 29.

³³ Vgl. *Conyon/Sadler* (2010), S. 303.

falls auf Basis britischer Daten (2002-2008) einen positiven Zusammenhang zwischen exzessiver Entlohnung und ansteigender Missbilligungsrate in der Hauptversammlungsabstimmung. *Carter/Zamora* (2009) kommen für den Zeitraum 2002-2006 in UK zu einem identischen Befund. *Balsam/Yin* (2012) bestätigen einen Einfluss der Vergütungshöhe für die Missbilligungsquote auch für die USA. In ihrer Untersuchung stellen *Conyon/Sadler* (2010) überdies fest, dass die Missbilligung abnimmt, sofern konzentriertere Eigentümerstrukturen vorliegen.³⁴ Insgesamt zeigen die internationalen Befunde auf, dass die Entscheidung der Hauptversammlung über die Vergütungsstruktur von Vergütungsparametern und der Eigentümerstruktur abzuhängen scheint.

Die einzige den Verfassern bekannte derzeit vorliegende Studie zu Say on Pay in Deutschland stammt von *Rapp et al.* (2010). In ihrer Untersuchung betrachten die Autoren die Hauptversammlungen von 282 Unternehmen in 2010. Etwa ein Drittel der betrachteten Stichprobe führt eine Abstimmung über Say on Pay durch, lediglich bei 16 dieser Unternehmen wird eine Zustimmung von weniger als 90% vorgefunden. *Rapp et al.* (2010) widmen sich den Forschungsfragen, welche Faktoren die Entscheidung über die Aufnahme auf die Tagesordnung sowie – bei erfolgter Aufnahme – die Ablehnungsquote bestimmen. Im Ergebnis stellen die Autoren fest, dass die Existenz von Abstimmungen über Say on Pay „maßgeblich von der Eigentümerstruktur und der Medienpräsenz eines Unternehmens beeinflusst wird“ (*Rapp et al.* (2010), S. 16). Das Abstimmungsergebnis wird von der Existenz von Paketaktionären ebenso positiv beeinflusst wie durch ein zur Abstimmung gestelltes modifiziertes Vergütungssystem.

Während der Einfluss von Eigentümerstrukturen in der Studie von *Rapp et al.* (2010) für deutsche Unternehmen somit bereits Untersuchungsgegenstand gewesen ist, widmet sich die vorliegende Studie insbesondere den Einflüssen von Vergütungsparametern auf Aufnahme und Abstimmungsergebnisse des Say on Pay.

3. Hypothesenbildung

3.1 Entscheidung über die Aufnahme auf die Tagesordnung

Im Rahmen des Say on Pay wird den Aktionären (bei Aufnahme auf die Tagesordnung) das Vergütungssystem zur Abstimmung vorgelegt. Demgemäß kann vermutet werden, dass Höhe, Struktur und Publizitätstransparenz der Entlohnung die Wahrnehmung der Aktionäre über die

³⁴ Vgl. *Conyon/Sadler* (2010), S. 303.

Angemessenheit des Systems prägen werden. In Antizipation könnten diese Faktoren somit das Kalkül des Vorstands beeinflussen, den Eigentümern das Vergütungssystem zur Abstimmung vorzulegen oder hierauf zu verzichten.

Hinsichtlich der Höhe der Entlohnung kann unmittelbar an die in Abschnitt 2.3 eingeführten empirischen Befunde angeknüpft werden. Diese zeigen, dass in Großbritannien und den USA die Vergütungshöhe einen Einfluss auf die Hauptversammlungsentscheidungen über das Vergütungssystem besitzt. Im Folgenden wird an diese Literatur anschließend auf die übermäßige Entlohnung fokussiert, womit der Entlohnungsbestandteil gemeint ist, welcher nicht durch Erfolgsmaße, Unternehmensgröße, Branchenspezifika und Jahreseffekte erklärt werden kann.³⁵ Entsprechend der Prinzipal-Agenten-Theorie sollte eine hohe Vorstandsvergütung mit einer Vermögensmehrung der Eigentümer, d.h. mit einer Steigerung der Unternehmensperformance, einhergehen. Hier zeigen *Edmans/Gabaix/Landier* (2009), dass eine Anreizsetzung effektiver ist, wenn die Vorstände prozentual zur Entwicklung der Unternehmensperformance entlohnt werden. Neben Erfolgsmaßen treten weitere Größen hinzu, welche die Entlohnung des Managements erklären können. Einen bestehenden Zusammenhang zwischen Entlohnungshöhe und Unternehmensgröße begründen *Gayle/Miller* (2009) theoretisch und empirisch mit der Kompensation für komplexere Organisationsstrukturen. In Deutschland wird durch die im VorstAG eingeführte (horizontale) Üblichkeit eine Orientierung der Vorstandsvergütung an den Kompensationszahlungen von Referenzunternehmen gefordert.³⁶ Vergleichsdimensionen können hierbei insbesondere Größen- und Branchenmerkmale sein.³⁷ Empirische Studien belegen für die USA, dass Unternehmen ihre Vergleichsgruppe innerhalb der eigenen Industrie³⁸ und nach ähnlicher Größe³⁹ auswählen, womit die Relevanz dieser Faktoren für die Vergütungshöhe belegt ist. Der Anteil der Entlohnung, welcher nicht durch die vorgenannten Faktoren erklärt werden kann, wird im Folgenden als übermäßige Entlohnung bezeichnet.

Auch angesichts der kontroversen öffentlichen Debatte über die Vorstandsvergütung ist zu erwarten, dass Vorstände mit übermäßiger Vergütung dazu tendieren, keine potenziell missbilligende Reaktion auf die Vergütung hervorzurufen und damit bereits antizipierend von einer Aufnahme des Themas auf die Tagesordnung absehen.

³⁵ Vgl. *Alissa* (2009), S. 18 f.

³⁶ Vgl. BT-Drucksache 16/13433, S. 10; *Inwinkl/Schneider* (2010), S. 974f.; *Kling* (2010) S. 226.

³⁷ Vgl. BT-Drucksache 16/13433, S. 10.

³⁸ Vgl. *Bizjak/Lemmon/Nguyen* (2011); *Albuquerque/De Franco/Verdi* (2009).

³⁹ Vgl. *Cadman/Carter* (2011); *Bizjak/Lemmon/Nguyen* (2011).

H1: Die Wahrscheinlichkeit der Aufnahme auf die Tagesordnung nimmt in höherer übermäßiger Entlohnung ab.

Die strategische Ausrichtung der Entlohnung am finanziellen Nutzen der Aktionäre ist Leitidee des nach *Rappaport* (1986) entwickelten Shareholder-Value-Ansatzes. Im Vordergrund steht der Wert, den das Unternehmen aus Eigentümerperspektive besitzt, dessen primäre Maximierung Aufgabe der Unternehmensführung ist. Aufgabe der Anteilseigner wiederum ist eine anreizorientierte und effiziente Vertragsgestaltung. Eng verknüpft damit ist die klassische Argumentation der Prinzipal-Agenten-Theorie, dass eine Ausrichtung des Managements an den Interessen der Anteilseigner insbesondere durch erfolgsabhängige Entlohnungsgrößen erreicht werden kann.⁴⁰ Hiermit wird das Management selbst anhand des Erfolgs entlohnt und wird eine Motivation entwickeln, diesen zu optimieren. Effizientere Leistungsanreize werden demgemäß durch einen höheren Anteil variabler Vergütung erreicht.⁴¹ Wie besprochen, bezieht sich das Vergütungsvotum auf die Struktur des Entlohnungssystems, womit die Aufteilung zwischen fixem und variablem Bestandteil einen wesentlichen Aspekt darstellt.⁴² Sofern das Vergütungssystem nicht in ausreichendem Maße anreizkompatible Elemente beinhaltet, könnte der Vorstand eine negative Reaktion der Versammlung voraussehen und von der Thematisierung Abstand nehmen.

H2: Die Wahrscheinlichkeit zur Aufnahme auf die Tagesordnung nimmt mit geringerem Anteil variabler Entlohnung ab.

Ein zentrales Element zur Reduzierung der Informationsasymmetrien zwischen Anteilseignern und Management kann darin bestehen, dass der Vorstand selbst Informationen zur Verfügung stellt, die den Eigentümern fundierte Einschätzungen über die Resultate des Vergütungssystems in Form der Auszahlungen an die einzelnen Vorstandsmitglieder ermöglichen. Hiermit können Bedenken bezüglich kollusivem Verhalten bei Vertragsschlüssen zwischen Management und Aufsichtsrat, welche besonders vom Managerial Power Approach betont werden,⁴³ überwunden werden und Informationsasymmetrien, welche dem Management diskretionäre Spielräume im Hinblick auf seine Entlohnung ermöglichen, verringert werden. Ein generelles Transparenzbewusstsein des Vorstands und eine Dialogbereitschaft über die Vor-

⁴⁰ Vgl. *Heller* (2009), S. 35f.

⁴¹ Vgl. *Jensen/Murphy* (1990).

⁴² Vgl. etwa *Hüffer* (2010), § 120, Rz. 20.

⁴³ Vgl. *Bebchuk/Fried* (2003), S. 71 ff.

standsentlohnung kann etwa darin zum Ausdruck kommen, dass die Vorstandsvergütung, wie gesetzlich gefordert (§§ 285 Nr. 9a), 314 Abs. 1 Nr. 6a) HGB, DCGK (2010), Rz. 4.2.4), individualisiert ausgewiesen wird. Allerdings besteht die Möglichkeit des Verzichts auf eine individualisierte Offenlegung der Managementvergütung, wenn ein entsprechender Hauptversammlungsbeschluss mit Dreiviertel-Mehrheit auf Antrag des Vorstands zustande kommt (§§ 286 Abs. 5, 314 Abs. 2 S. 2 HGB). Die Inanspruchnahme dieser sogenannten „opt-out“-Regelung untersuchen *Hitz/Werner* (2012) und belegen in ihrer Studie einen positiven Zusammenhang zwischen dem Anteil langfristig erfolgsabhängiger Entlohnung und der Neigung zur individualisierten Offenlegung, der durch Transparenzanreize der Manager gegenüber dem Kapitalmarktpublikum erklärt wird.⁴⁴ *Andres* und *Theissen* kommen in einer früheren Studie (*Andres/Theissen*, 2007) zur freiwilligen Offenlegung zu einem ähnlichen Ergebnis und zeigen einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen Unternehmen mit einem Cross-Listing an der New Yorker Börse, das hohe Publizitätsstandards erfordert, und einer individualisierten Publizität der Vorstandsgehälter.⁴⁵ Insgesamt legen die Befunde eine Messung des Transparenzverhaltens des Vorstands bezüglich der Entlohnung durch die individualisierte Offenlegung der Gehälter nahe.

H3: Die Wahrscheinlichkeit zur Aufnahme auf die Tagesordnung ist bei individualisierter Offenlegung der Vorstandsentslohnung höher.

3.2 (Miss-)Billigung des Vorstandsvergütungssystems

Sofern das Votum auf die Tagesordnung gesetzt wurde, kann zunächst unmittelbar an die internationalen Studien, welche in Abschnitt 2.3 besprochen wurden, angeknüpft werden. Diese Arbeiten weisen nach, dass die Missbilligungsrate in höherer Vergütung ansteigt.⁴⁶ Erneut der Definition von *Alissa* (2009) folgend (vgl. die Ausführungen zu Hypothese H1), wird im Folgenden auf die übermäßige Vergütung fokussiert. Das Ausmaß des Bestandteils der Entlohnung, welcher nicht auf Größen-, Branchen- und Performanceeffekte zurückgeführt werden kann, wird demnach von den Anteilseignern in der Hauptversammlung negativ im Votum berücksichtigt. Auf diesem Literaturbefund basierend, kann Hypothese H4 gebildet werden.

H4: Die Missbilligung steigt in höherer übermäßiger Entlohnung.

⁴⁴ Vgl. *Hitz/Werner* (2012), S. 22 ff.

⁴⁵ Vgl. ebenfalls *Andres/Theissen* (2008), S. 296.

⁴⁶ Vgl. *Carter/Zamora* (2009); *Sheenan* (2010); *Conyon/Sadler* (2010); *Balsam/Yin* (2012).

Hinsichtlich der Ausgestaltung der Entlohnung lässt sich, analog zur Argumentation von H2, erwarten, dass eine stärker an Performancegrößen anknüpfende oder auf Aktienoptionen basierende Vergütung eine stärkere Kompatibilität der Vorstandsvergütung mit den Zielsetzungen der Unternehmenseigner anzeigt. Hiermit kann der Prinzipal-Agenten-Konflikt zwischen Eigentümern und Management nach Ansicht der einschlägigen Literatur potenziell vermindert werden.⁴⁷ Die Missbilligung durch die Hauptversammlung dürfte folglich in einem steigenden Anteil anreizorientierter Entlohnung sinken.

H5: Die Missbilligung sinkt im Anteil der anreizkompatiblen Entlohnung.

Schließlich kann auch die Transparenzpolitik des Vorstandes zur Reduktion von Informationsasymmetrien gegenüber den Anteilseignern einen Einfluss auf das Votum der Hauptversammlung zum Say on Pay ausüben. Dies ist insbesondere in Ergänzung zu den bereits aufgeführten Hypothesen H4 und H5 relevant, welche den expliziten Gegenstand des Say on Pay, nämlich die Höhe und Struktur der Managemententlohnung, betreffen. Gegeben eine bestimmte Vergütungshöhe und -struktur, ist anzunehmen, dass die Hauptversammlung ein transparentes Handeln des Vorstands goutiert und somit eher geneigt ist, das Vergütungssystem zu befürworten, wenn die Vorstandsvergütung individualisiert veröffentlicht wird.

H6: Die Missbilligung ist bei individualisiertem Ausweis der Vorstandsvergütung c.p. geringer ausgeprägt.

4. Empirische Ergebnisse

4.1 Datengrundlage und Erhebungsmethodik

Den Stichprobenumfang der vorliegenden Studie bilden die zu den Stichtagen 31. Dezember 2009 und 31. Dezember 2010 im Prime Standard der Deutschen Börse AG gelisteten Unternehmen; Untersuchungsgegenstand ist das Abstimmungsverhalten über das System der Vorstandsvergütung des vorangegangenen Berichtsjahres während der Hauptversammlungssaisons 2010 und 2011. Die Datenerfassung beinhaltet somit sämtliche Gesellschaften, für die bis zum 30. Dezember 2011 Protokolle der zurückliegenden Hauptversammlungen öffentlich verfügbar waren. Im Rahmen einer Bereinigung der Stichprobe wurden Mehrfachnotierungen gestrichen sowie Unternehmen, die ihren Sitz nicht in Deutschland haben, auf Grund unterschiedlicher Governance-Strukturen eliminiert. Nicht berücksichtigt werden konnten zudem

⁴⁷ Vgl. etwa *Jensen/Murphy* (1990).

Aktiengesellschaften, die sich während des Erhebungszeitraums in der Insolvenz, einem Delistingverfahren oder einem Fusionsprozess befanden. Aus statistischen Gründen wurden zudem Unternehmen aus der Stichprobe entfernt, für die nicht alle für die Auswertung notwendigen Variablen vorlagen. So verbleibt von den 356 (31. Dezember 2009) bzw. 345 (31. Dezember 2010) im Prime Standard notierten Aktiengesellschaften ein Datensatz von 551 Unternehmensdaten (269 in 2009, 282 in 2010), der letztendlich zur Auswertung verwendet wurde.

Abhängige Variablen der Regressionen sind erstens eine dichotom kodierte Indikatorvariable über die Aufnahmeentscheidung des Say on Pay auf die Tagesordnung der Hauptversammlung (TO) und zweitens die Missbilligungsquote, d.h. der prozentuale Anteil der Gegenstimmen an allen abgegebenen Stimmen im Rahmen des Votums über das System der Vorstandsvergütung (MISS). Die Datenerhebung erfolgte bei beiden erklärten Variablen per Hand und bezieht sich auf die Hauptversammlungen der Jahre 2010 und 2011.⁴⁸

Als erklärende Variablen zur Messung der in Abschnitt 3 ausgeführten Hypothesen betrachten wir zunächst die in Anlehnung an *Alissa* (2009), S. 18 f., definierte übermäßige Vergütung (VERG). Hierunter ist der Bestandteil der absoluten (logarithmierten) Vergütung eines Vorstands zu verstehen, der sich nicht aus Erfolgsfaktoren (Aktienrendite, Eigenkapitalrendite), Unternehmensgröße (logarithmierte Bilanzsumme), Marktwert-Buchwert-Verhältnis sowie Branchen- und Jahreseffekten erklären lässt. Zur Ermittlung wird zunächst eine OLS-Regression der Vergütung bezüglich der genannten Variablen durchgeführt. Diese ergibt signifikante Koeffizienten für alle genannten Variablen mit Ausnahme der Branchendummies, wobei die Regression ein Adjusted R² von 0,6731 aufweist. Der verbleibende Fehlerterm der Regressionsschätzung wird als Messgröße der exzessiven Vergütung in die weiteren Regressionen unserer Studie übernommen.⁴⁹

Die Vergütungsdaten wurden händisch aus den Geschäftsberichten der Jahre 2009 und 2010 erhoben. Ebenfalls den Vergütungsberichten entnommen wurde der Anteil der variablen Vergütung an der Gesamtvergütung (ANTVAR) sowie eine Indikatorvariable, welche angibt, dass die individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung durch das Unternehmen erfolgte (IND).

⁴⁸ Ergänzend wurde erhoben, ob bereits in den Hauptversammlungen 2009 in Antizipation der Änderung von DCGK und Aktiengesetz ein Vergütungsvotum aufgenommen wurde. Eine Auswertung der Abstimmungsergebnisse 2009 ergab, dass dies ist bei keinem der untersuchten 269 Unternehmen, die für die Analyse der Abstimmungen 2010 betrachtet wurden, der Fall war.

⁴⁹ Vgl. *Alissa* (2009), S. 18; für die gleiche methodische Vorgehensweise vgl. auch *Core/Guay/Larcker* (2008), S. 2.

Als Kontrollvariablen finden die Eigentümerstruktur, die logarithmierte Bilanzsumme als Größenmaß sowie die logarithmierte Aktienrendite als Performancemaß und die Fremdkapitalquote als Risikomaß Verwendung. Zusätzlich geben Indikatorvariablen die Zugehörigkeit eines Unternehmens zu den Indizes DAX, MDAX und TecDAX an; maßgeblich ist die Zusammensetzung gemäß Deutsche Börse AG zum 31. Dezember 2009 bzw. 31. Dezember 2010. Die Eigentümerstruktur wird hinsichtlich der Variablen Streubesitz, Paketaktionäre und Unterscheidung zwischen privaten und institutionellen Investoren unterteilt. Sie bezieht sich auf die Stimmverhältnisse zum Zeitpunkt der Hauptversammlungen 2010 bzw. 2011 und ist dem Hoppenstedt Aktienführer in den Versionen Oktober 2010 bzw. Oktober 2011 entnommen. Der Streubesitz (STREU) wird demnach definiert als der Anteil von Aktionären, die mit weniger als 3% am Grundkapital einer Aktiengesellschaft beteiligt sind und sich nicht einer Gesellschaft einzeln zurechnen lassen. Rechnerisch bedeutet die Größe bei börsennotierten Unternehmen die Differenz zwischen 100% und den fest zurechenbaren Anteilen. Als Paketaktionäre verstehen wir private oder institutionelle Investoren, die über 25% der Stimmrechte am Unternehmen verfügen (BLOCK25). Die Indikatorvariable PRIVATE nimmt den Wert eins an, sofern der größte Aktionär des Unternehmens eine Privatperson oder Familie ist. Die logarithmierte Aktienrendite (AKREN) bezieht sich jeweils auf das der Hauptversammlung vorangegangene Geschäftsjahr und ermittelt sich aus der logarithmierten, dividenden- und splitbereinigten Aktienkurssteigerung im zurückliegenden Berichtsjahr in Relation zum bereinigten logarithmierten Aktienkurs zum Geschäftsjahresanfang. Die Daten wurden mit Datastream erhoben. Die logarithmierte Bilanzsumme (BS) wie auch die Fremdkapitalquote (FQ) beziehen sich ebenfalls auf das der jeweiligen Hauptversammlung vorangegangene Berichtsjahr, wobei die Fremdkapitalquote als Verhältnis von Fremdkapital zu Gesamtkapital definiert wird. Beide Variablen entstammen der Datenbank von Worldscope.

Des Weiteren wird in den Regressionen die zeitliche Komponente (Jahr der Betrachtung) sowie die Branche gemäß den neun Supersektoren der Deutschen Börse⁵⁰ ergänzend kontrolliert. Die nur in der Bestimmung der übermäßigen Vergütung verwendeten Größen Eigenkapitalrendite (EKR) und Marktwert-Buchwert-Verhältnis (MBV) sind wie folgt definiert: Die Eigenkapitalrendite bezeichnet das Verhältnis des Jahresüberschusses zum durchschnittlichen Eigenkapital eines Geschäftsjahres; das Marktwert-Buchwert-Verhältnis gibt das Verhältnis aus marktmäßig bewertetem Eigenkapital und dem Buchwert des Eigenkapitals zum Stichtag an.

⁵⁰ Für eine Beschreibung der Supersektoren vgl. *Deutsche Börse* (2012), S. 48.

4.2 Deskriptive Ergebnisse

Die Struktur der Stichprobe wird über die Darstellung der deskriptiven Ergebnisse zu den unabhängigen und abhängigen Variablen der Untersuchung verdeutlicht, die in Tabelle 1 zu sehen ist.

*** Tabelle 1 bitte hier einsetzen***

Den 551 in dieser Studie betrachteten Hauptversammlungsprotokollen ist zu entnehmen, dass auf mehr als zwei Drittel (382 Protokolle) der in 2010 und 2011 stattgefundenen Jahreshauptversammlungen kein Votum zum Vergütungssystem auf der Tagesordnung vorgesehen war, während in 169 Fällen über das Vorstandsvergütungssystem abgestimmt wurde. Aufgeteilt auf die beiden Hauptversammlungssaisons ließen in 2010 deutlich mehr Unternehmen (103) über das Vorstandsvergütungssystem abstimmen als in 2011 (66). Dabei stellten 23 Unternehmen in beiden Jahren ihr System der Vorstandsvergütung zur Abstimmung. Damit findet die Befürchtung von *Döll*, dass „die Gefahr besteht, daß das Vergütungsvotum als Instrument ungenutzt bleibt“⁵¹ insbesondere für die Hauptversammlungssaison 2011 eine gewisse Bestätigung in der Umsetzung des Say on Pay bei deutschen Unternehmen. Wird die erstmals geltende Modifikation von DCGK und AktG für die Hauptversammlungssaison 2010 berücksichtigt, so ist die Häufigkeit zur Aufnahme auf die Tagesordnung in diesem Jahr ebenfalls relativ gering. Einschränkend zu dieser Feststellung ist allerdings darauf zu verweisen, dass möglicherweise ein Tagesordnungsvotum von den zuständigen Organen vor allem dann gesucht wird, wenn neue Vergütungssysteme eingeführt oder bisherige Systeme wesentlich geändert werden.⁵² Von dieser Perspektive aus könnte die Aufnahmequote des Votums in 2010 von über 35% noch als relativ hoch angesehen werden.

Hinsichtlich der Zustimmung bzw. Ablehnung des Vergütungssystems durch die Hauptversammlung fällt die durchschnittliche Missbilligungsquote bei Betrachtung der Gesamtstichprobe mit etwa 8% gering aus, der Median von 3% liegt unterhalb der Referenzwerte aus Großbritannien (10%) und Australien (5%).⁵³ Es fällt auf, dass bei der weit überwiegenden Anzahl der betrachteten Unternehmen (knapp 80%) die Missbilligungsquote unter 10% liegt. *Sheenan* sieht ab einer Quote von 10% Missbilligung die Notwendigkeit, Änderungen am

⁵¹ *Döll* (2009), S. 18.

⁵² Vgl. *Hoffmann* (2010), § 120 AktG, Rz. 54.

⁵³ Vgl. für die Ergebnisse aus Großbritannien *Conyon/Sadler* (2010), S. 304; für Befunde zu Australien siehe *Sheenan* (2010), S. 19 ff.

Vergütungssystem in Erwägung zu ziehen.⁵⁴ Ein auffällig hoher Widerstand der Aktionäre („high dissent“) wird in der Literatur bei einer Missbilligungsquote von 20% gesehen.⁵⁵ Dies betrifft in der vorliegenden Stichprobe elf Unternehmen in 2010 und zwölf Unternehmen in 2011. Eine negative Wirkung in der Öffentlichkeit durch kritische Thematisierung des Votums in der Tagespresse erfolgt nach Wahrnehmung von *Falkenhausen/Kocher* erst ab einer Missbilligung von über 40%.⁵⁶ Dies betrifft im untersuchten Sample neun Unternehmen: Deutsche Bank AG (2010), Deutsche Börse AG (2010), HeidelbergCement AG (2010), Deutsche Wohnen AG (2011), GEA Group AG (2011), Pfeiffer Vacuum Technology AG (2011), Praktiker AG (2011), Rhön-Klinikum AG (2011) sowie Stada Arzneimittel AG (2011).

Tabelle 2 zeigt die Korrelationen der abhängigen und unabhängigen Variablen. Bei den erklärenden Variablen fällt der signifikant positive Zusammenhang zwischen dem Anteil variabler Entlohnung und einer übermäßigen Vergütung auf. Weitere hohe Werte der Korrelationskoeffizienten ergeben sich insbesondere hinsichtlich Kontrollvariablen, welche die Unternehmensgröße erfassen, vor allem zwischen Bilanzsumme und Zugehörigkeit zum Index DAX.

*** Tabelle 2 bitte hier einsetzen***

4.3 Entscheidung über die Aufnahme auf die Tagesordnung

Im Folgenden wird eine multivariate Betrachtung der Entscheidung über die Aufnahme auf die Tagesordnung der Hauptversammlung durchgeführt. In methodischer Analogie zum Vorgehen bei *Andres/Theissen* (2007) wird ein Logit-Modell verwendet.⁵⁷ Die abhängige Variable bildet dabei die Entscheidung über die Aufnahme in die Tagesordnung (TO), die als Binärvariable mit den Ausprägungen eins für den Fall der Aufnahme und null für den Fall der Nichtaufnahme definiert wird.

*** Tabelle 3 bitte hier einsetzen***

Aus Tabelle 3 ist ersichtlich, dass der Koeffizient für den Anteil variabler Entlohnung, wie in Hypothese H2 postuliert, signifikant positiv mit der Aufnahme auf die Tagesordnung verbun-

⁵⁴ Vgl. *Sheenan* (2010), S. 12 f.

⁵⁵ Vgl. *Deilmann/Otte* (2010), S. 547; *Ferri/Maber* (2011), S. 2, 10.

⁵⁶ Vgl. *Falkenhausen/Kocher* (2010), S. 625.

⁵⁷ Vgl. *Andres/Theissen* (2007), S. 174 ff.

den ist. Unternehmen mit geringem Anteil variabler Entlohnung werden angesichts der (im Sinne der Agency-Theorie) nicht an den Anteilseignerinteressen ausgerichteten Entlohnungsstruktur auf ein Votum verzichten. Dieser Befund deutet an, dass die Vorstände vor allem aufgrund von relativ geringer variabler Entlohnung eine negative Reaktion der Hauptversammlung befürchten. Bezüglich Hypothese H1 zur übermäßigen Entlohnung und H3 zur individualisierten Offenlegung zeigen die Regressionen keine signifikanten Ergebnisse. Dies ist besonders im Hinblick auf H1 überraschend, da gerade für eine übermäßige Entlohnung ein negatives Votum zu erwarten wäre, wie dies auch die internationalen Studien zum Say on Pay andeuten. Vorstände, die eine übermäßige Entlohnung erhalten, sehen diese Gefahr jedoch offenbar nicht als dermaßen gravierend an, aus diesem Grund eine Abstimmung zu verhindern zu suchen. Kein Zusammenhang ergibt sich überdies hinsichtlich der Vorstandsent-scheidung über die Aufnahme des Say on Pay und der grundsätzlichen Publizitätspolitik. Eine individualisierte Offenlegung der Vorstandsgehälter zur Stärkung der Transparenz gegenüber Aktionären ist demgemäß ohne Einfluss auf die Gewährung einer Abstimmungsmöglichkeit über das Vergütungssystem.

Werden die Kontrollvariablen betrachtet, so ist erkennbar, dass ein hoher Streubesitzanteil die Aufnahme auf die Tagesordnung begünstigt. Dies lässt sich dadurch erklären, dass bei breitem Streubesitz der Legitimationsdruck für das Management höher sein dürfte, das Vergütungssystem der Hauptversammlung vorzulegen. Dieser Befund stimmt mit *Rapp et al.* (2010), S. 13, überein. Ebenfalls signifikant positiv wirkt die Notierung im Index MDAX auf die Aufnahme auf die Tagesordnung. Da hingegen die Variable zum Hauptindex der Deutschen Börse, DAX, keine Signifikanz aufweist, steht dies der Einschätzung von *Rapp et al.* (2010) entgegen, dass die Medienpräsenz zentralen Einfluss auf die Aufnahmeentscheidung ausübt.

Der Variance Inflation Factor übersteigt nur in der letzten Spezifikation (Modell 4) einen durchschnittlichen Wert von 6 (6,30), womit davon ausgegangen werden kann, dass keine gravierenden Probleme im Hinblick auf Multikollinearität bestehen. Zur Prüfung der Robustheit der Ergebnisse wurden ebenfalls Probit-Regressionen durchgeführt. Diese führten zu gleichlautenden Ergebnissen in Bezug auf die Signifikanz der Variablen wie in Tabelle 3.

4.4 Ablehnung des Vorstandsvergütungssystems

Die Missbilligung des Vorstandsvergütungssystems wird im Folgenden dadurch operationalisiert, dass auf Basis der Hauptversammlungsprotokolle der Anteil der Neinstimmen an allen

abgegebenen Stimmen bestimmt wurde. Für die multivariate Analyse wurde auf eine OLS-Regression zurückgegriffen. Die bereits eingeführten Variablen wurden gemäß der in Abschnitt 3 abgeleiteten Hypothesen einbezogen.

*** Tabelle 4 bitte hier einsetzen***

Tabelle 4 zeigt, dass das Transparenzverhalten des Managements im Hinblick auf seine Vergütung unter Berücksichtigung von Vergütungshöhe und -struktur signifikanten Einfluss auf das Abstimmungsergebnis der Hauptversammlung aufweist. Hiermit findet Hypothese H6 Bestätigung. Dieses Ergebnis spricht dafür, dass die individualisierte Offenlegung der Vorstandsbezüge Aussagekraft im Hinblick auf die generelle Transparenz des Vergütungssystems besitzt. Der Abbau von Informationsasymmetrien von Seiten des Agenten (Management) gegenüber den Prinzipalen (Aktionären) wird folglich von letzteren positiv gesehen und führt zu geringerer Missbilligung des Entlohnungssystems. Für die Hypothesen H4 und H5 finden sich in den Daten keine Belege. Bezüglich H5 ist dies auf Grund der Resultate von H2, der Rolle der variablen Entlohnung im Rahmen der Managemententscheidung über die Aufnahme des Say on Pay, nicht überraschend. Sofern die Unternehmen, welche einen geringen Anteil variabler Entlohnung vorsehen, das Vergütungssystem nicht auf die Tagesordnung nehmen, können die Aktionäre hierüber auch nicht ihre Missbilligung kundtun. Dies wird dadurch verdeutlicht, dass die Unternehmen, welche über Say on Pay abstimmen lassen, einen durchschnittlichen Anteil variabler Vergütung von 48,79% aufweisen, während die übrigen Unternehmen lediglich einen Anteil von 35,31% als variable Entlohnung auszahlen (signifikant verschieden zum 1%-Niveau gemäß Wilcoxon-Test).

Der Mangel an Unterstützung für Hypothese H4 widerspricht den internationalen Befunden, welche eine höhere Missbilligung bei übermäßiger Entlohnung feststellen.⁵⁸ Da überdies, wie bereits ausgeführt, die übermäßige Entlohnung auch nicht maßgeblich auf die Entscheidung des Managements zur Aufnahme auf die Tagesordnung einwirkt, kann eine Bedeutung der exzessiven Entlohnung für die Frage des Say on Pay bei deutschen Unternehmen nicht konstatiert werden. Als zusätzlicher Robustheitstest dieses Ergebnisses wurde die übermäßige Entlohnung in den Regressionen aus Tabelle 4 durch den Logarithmus der absoluten Vergütung pro Vorstand ersetzt. Die Resultate ändern sich durch den Austausch der Variable zur Vergütung nicht.

⁵⁸ Vgl. *Alissa* (2009); *Conyon/Sadler* (2010); *Carter/Zamora* (2009); *Balsam/Yin* (2012).

Bezüglich der Kontrollvariablen ist erkennbar, dass die Existenz von Aktionären, welche über mehr als 25% der Stimmrechte verfügen, die Missbilligungsquote senkt. Dieses Ergebnis ist in Übereinstimmung mit den Befunden von *Rapp et al. (2010)*, S. 15, für die Abstimmungen in 2010 und intuitiv einleuchtend, da Großaktionäre in der Regel ihren Einfluss bereits in der Gestaltung des Systems einbringen können und somit kein Grund besteht, das Vergütungssystem auf der Hauptversammlung negativ zu bescheiden.

Die Regressionen weisen keine Probleme im Hinblick auf Multikollinearität auf. Der Variance Inflation Factor übersteigt in keinem Regressionsmodell aus Tabelle 4 einen durchschnittlichen Wert von 3,73. Als Robustheitsprüfung der Ergebnisse wurde das alternative Maß des Anteils der Neinstimmen und Enthaltungen an allen abgegebenen Stimmen in die Analyse einbezogen. Dieses Maß ist im Einklang mit dem Vorgehen in der Studie von *Conyon/Sadler (2010)*, S. 300 (vgl. auch *Alissa (2009)*, S. 19 f.). Die Ergebnisse der OLS-Regression zur Signifikanz der einzelnen Variablen (mit robusten, nach Branche geclusterten Standardfehlern) aus Tabelle 4 bleiben bei Verwendung des alternativen Maßes mit Ausnahme der Kontrollvariable Bilanzsumme, welche im Modell 1 aus Tabelle 4 schwach signifikant ist, erhalten.

Zuletzt wurde zur Prüfung der Robustheit der Ergebnisse die Stichprobenzusammensetzung überprüft. Hierzu wurde auf das *Heckman-Selection-Regression*smodell zurückgegriffen. Zur Prognose der Stichprobenzugehörigkeit wurde neben den Kontrollvariablen aus Tabelle 3 und 4 als zusätzliche Variable die Veränderung der Vergütung zum Vorjahr herangezogen. Die Variable bestimmt sich für die erste betrachtete Hauptversammlungssaison 2010 als Veränderung der Vergütung zwischen 2008 und 2009 sowie für die zweite Hauptversammlungssaison 2011 als Veränderung zwischen 2009 und 2010. Werden die aus dieser Prognose generierten Werte in den Regressionen von Tabelle 4 berücksichtigt, so ergeben sich keine signifikanten Werte für den Koeffizienten der Mills Ratio in den Regressionsmodellen 2 und 3, während der Koeffizient im Modell 1 minimal das 10%-Signifikanzniveau erreicht, wodurch die Robustheit der Ergebnisse insgesamt gewährleistet scheint.

5. Diskussion

In der vorliegenden Untersuchung wird gezeigt, dass die Entscheidung zur Aufnahme auf die Tagesordnung umso wahrscheinlicher ist, je höher der Anteil der variablen Vergütung an der Gesamtentlohnung des Managements ausfällt. Dieses Ergebnis ist in Übereinstimmung mit gängigen Argumentationsmustern der Prinzipal-Agenten-Theorie, dass eine erfolgsabhängige

Beteiligung des Managements Interessenkonflikte von Eigentümern und Geschäftsleitung mildern kann. Die Entscheidung zur Aufnahme auf die Tagesordnung führt allerdings auch dazu, dass Aktionären die Möglichkeit genommen wird, ein Vergütungssystem zu missbilligen, das auf einen geringeren Anteil variabler Vergütung ausgerichtet ist. Dies würde dafür sprechen, dass der Gesetzgeber – ähnlich wie international üblich – ein regelmäßiges Votum über Say on Pay verbindlich vorschreibt, um einer solchen Selektion der zur Abstimmung gestellten Vergütungssysteme entgegenzuwirken.

Zweitens ergibt sich, dass die Missbilligungsquote c.p. durch eine individualisierte Offenlegung unter Berücksichtigung von Vergütungshöhe und -struktur gemindert wird. Durch diese Publizität ist die Vergütung der Arbeitsleistung eines einzelnen Vorstandsmitglieds i.S.v. § 87 AktG (i.d.F. VorstAG) messbar und somit transparenter für die Aktionäre, die auch über die Angemessenheit des Vergütungssystems abstimmen. Folglich trägt die Transparenz in Bezug auf die Vorstandsentslohnung zur Reduktion von Informationsasymmetrien bei und wird gemäß unseren Befunden von der Hauptversammlung positiv beschieden.

Ein weiteres interessantes Ergebnis der vorliegenden Studie ist, dass die Höhe der Managervergütung, auch wenn diese nicht durch Performance, Brancheneinflüsse und Unternehmensgröße gerechtfertigt ist, keinen Einfluss auf die Abstimmungsentscheidung deutscher Hauptversammlungen aufweist. Die explizite Ausrichtung des Instruments des Say on Pay, die Entlohnungssysteme – wie vom Gesetzgeber gefordert (§ 120 Abs. 4 AktG) – und nicht die (gegenwärtige) Höhe zum Gegenstand der Abstimmung zu machen, erscheint somit von den Aktionären umgesetzt zu werden. Weitere Studien, welche detaillierter Entlohnungskomponenten und Strukturen des Vergütungssystems betrachten, könnten hierzu weitergehende Einsichten hervorbringen.

Unsere Studie betrachtet nicht die Auswirkungen des Say on Pay-Votums auf die Entlohnungshöhe in nachfolgenden Geschäftsjahren. *Ferri/Maber* (2011) konstatieren auf Basis ihrer Untersuchung britischer Unternehmen, dass „say on pay had a moderating effect on the level of CEO compensation only conditional upon poor performance“⁵⁹. Ob Say on Pay auch in Deutschland hilfreich ist, um nicht im Einklang mit der Leistung stehende Entlohnung des Managements zu begrenzen, bleibt abzuwarten. Erst Studien über längerfristige Betrachtungszeiträume, welche auch explizit die Wirkungen von negativen Say on Pay-Voten auf die Vorstandsentslohnung in den Folgeperioden eruieren, werden aufzeigen können, ob die letzt-

⁵⁹ *Ferri/Maber* (2011), S. 4 (teilweise Hervorhebung im Original).

lich vom Gesetzgeber intendierte mäßige Wirkung des Say on Pay auf die Höhe der Managerentlohnung tatsächlich erreicht wird.

*** Tabelle 5 bitte hier einsetzen***

Literaturverzeichnis

- Alissa, W. M.* (2009): Boards' Response to Shareholders' Dissatisfaction: The Case of Shareholders' Say on Pay in the UK. Arbeitspapier 2009.
- Albuquerque, A./De Franco, G./Verdi, Rodrigo S.* (2009): Peer Choice in CEO Compensation, Arbeitspapier 2009.
- Andres, C./Theissen, E.* (2007): Eine empirische Untersuchung der individualisierten Veröffentlichung der Vorstandsvergütung. In: Die Betriebswirtschaft, 67. Jg. (2007), S. 167-178.
- Andres, C./Theissen, E.* (2008): Setting a fox to keep the geese - Does the comply-or-explain principle work? In: Journal of Corporate Finance, 14. Jg. (2008), S. 289–301.
- Balsam, S./Yin, J.* (2012): The Impact of Say-on-Pay on Executive Compensation, Arbeitspapier 2012.
- Bebchuk, L. A./Fried, J.* (2003): Executive Compensation as an Agency Problem. In: Journal of Economic Perspectives, Vol. 17 (2003), S. 71-92.
- Bebchuk, L. A./Fried, J.* (2004): Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard 2004.
- Bizjak, John M./ Lemmon, Michael L./ Nguyen, T.* (2011): Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design. In: Journal of Financial Economics, Vol. 100 (2011) S.538–555.
- Bowlin, K. O./Christ, M. H./Griffin, J. B.* (2010): Say-on-Pay and the Differential Effects of Voluntary Versus Mandatory Regimes on Investor Perceptions and Behavior. Arbeitspapier 2010.
- Cadman, B./Carter, M.* (2011): Compensation Peer Groups and their Reaction with CEO Pay, Arbeitspapier 2011.
- Cai, J./Walking, R. A.* (2011): Shareholder's Say on Pay: Does It create Value? In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 46 (2011), S. 299-339.
- Carter, M. E./Zamora, V.* (2009): Shareholder Remuneration Votes and CEO Compensation Design, Arbeitspapier 2009.

- Core, J. E./Guay, W. R./Larcker, D. F.* (2008): The power of the pen and executive compensation. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 88 (2008), S. 1-25.
- Conyon, M./Sadler, G.* (2010): Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK. In: *Corporate governance: An International Review*, Vol. 18. (2010), S. 296-312.
- Dauner-Lieb, B./Preen, A. von/Simon, S.* (2010): Das VorstAG – Ein Schritt auf dem Weg zum Board-System? – Thesen zu einem aktienrechtskonformen Verständnis des VorstAG. In: *Der Betrieb*, 63. Jg. (2010), S. 377-383.
- Deilmann, B./Otte, S.* (2010): „Say on Pay“ – erste Erfahrungen der Hauptversammlungspraxis. In: *Der Betrieb*, 63. Jg. (2010), S. 545-547.
- Deutsche Börse* (2012): Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse, abrufbar unter: http://www.dax-ndices.com/DE/MediaLibrary/Document/Equity_L_6_17_d.pdf, zuletzt abgerufen am 10.10.2012.
- Deutscher Bundestag* (2009): BT-Drucksache 16/13433 vom 17.06.2009: Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss). Berlin 2009.
- Döll, M.* (2009): Say on Pay: ein Blick ins Ausland und auf die neue deutsche Regelung. Arbeitspapier 2009.
- Edmans, A./Gabiax, X.* (2009): Is CEO Pay Really Inefficient? A Survey of New Optimal Contracting Theories. In: *European Financial Management*, Vol. 15 (2009), S. 486-496.
- Eichner, C./Delahaye, L.* (2010): Sorgfaltspflichten und Gestaltungsmöglichkeiten des Aufsichtsrats bei Vorstandsverträgen nach dem VorstAG. In: *Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 30. Jg. (2010), S. 2082-2088.
- EU-Kommission* (2004): Empfehlung 2004/913/EG vom 14.12.2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften, Amtsblatt der EU L 385/55-59.
- Falkenhausen, J. Freiherr von /Kocher, D.* (2010): Erste Erfahrungen mit dem Vergütungsvotum der Hauptversammlung: Empirische Untersuchung und rechtliche Überlegungen. In: *Die Aktiengesellschaft*, 55. Jg. (2010), S. 623-629.

- Ferri, F./Maber, D.* (2011): Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK. Arbeitspapier 2011.
- Fleischer, H./Bedkowski, D.* (2009): „Say on Pay“ im deutschen Aktienrecht: Das neue Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach § 120 Abs. 4 AktG. In: Die Aktiengesellschaft, 54. Jg. (2009), S. 677-686.
- Gillenkirch, R.* (2008): Entwicklungslinien in der Managementvergütung. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 60. Jg. (2008), S. 1-17.
- Göx, R. F./Imhof, F./Kunz, A., H.* (2010): Say on Pay and its Repercussion on CEO Investment Incentives, Compensation, and Firm Profit. Arbeitspapier 2010.
- Göx, R. F./Kunz, A. H.* (2011): Say on Pay: Gestaltungsoptionen, ökonomische Konsequenzen und Erkenntnisse aus Empirie und Laborexperimenten. Arbeitspapier 2011.
- Heller, U.* (2009): Eine ökonomische Analyse von Referenzgruppeneffekten bei der Gestaltung von Managerbezügen (Dissertation 2009).
- Hitz, J./Werner, J. R.* (2012): Why do Firms Resist Individualized Disclosure of Management Remuneration? Arbeitspapier 2012.
- Hoffmann, J.* (2010): Kommentierung der §§ 118-120 AktG, in: Spindler/Stilz, Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., München 2010.
- Hüffer, U.* (2010): Aktiengesetz, 9. Aufl., München 2010.
- Inwinkl, P./Schneider, G.* (2009): Überblick über das neue Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), in: Die Wirtschaftsprüfung, 62. Jg. (2009), S. 971-979.
- Jensen, M. C./Murphy, K. J.* (1990): CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How. In: Harvard Business Review, Vol. 68, S. 138-153.
- Kling, M.* (2010): Die Angemessenheit der Vorstandsvergütung gemäß § 87 AktG n. F. In: Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht, Band 20 (2010), S. 221-232.
- Lutter, M.* (2006): Aktienrechtliche Aspekte der angemessenen Vorstandsvergütung. In: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 26. Jg. (2006), S. 733-737.

- Rapp, M. S./Sperling, M. O./Wolff, M* (2010): Wer fragt die Aktionäre? – Abstimmung über das Vorstandsvergütungssystem: Erfahrungen aus der HV-Saison 2010. Arbeitspapier 2010.
- Rappaport, A.* (1986): *Creating Shareholder Value*, New York 1986.
- Rieckhoff, H.* (2010): Vergütung des Vorstands mit langfristiger Anreizwirkung: Retrospektive vs. prospektive Bestimmung der mehrjährigen Bemessungsgrundlage. In: *Die Aktiengesellschaft*, 55. Jg. (2010), S. 617-622.
- Sheenan, K.* (2010): *Say on Pay and the Outrage Constraint*. Arbeitspapier 2010.
- Thüsing, G.* (2009): Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung. In: *Die Aktiengesellschaft*, 54. Jg. (2009), S. 517-529.
- Thüsing, G./Forst, G.* (2010): Nachhaltigkeit als Zielvorgabe für die Vorstandsvergütung. In: *Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht*, 2. Jg. (2010), S. 515-518.
- Wagner, J.* (2010): Nachhaltige Unternehmensentwicklung als Ziel der Vorstandsvergütung: eine Annäherung an den Nachhaltigkeitsbegriff in § 87 Abs. 1 AktG. In: *Die Aktiengesellschaft*, 55. Jg. (2010), S. 774-779.

Diese Tabelle zeigt die deskriptive Statistik der zu Grunde liegenden Stichprobe der Hauptversammlungssaisons 2010 und 2011. Panel A beinhaltet die gesamte Stichprobe, Panel B bezieht sich auf die Hauptversammlungssaison 2010 mit den zugehörigen Variablen. Die Variablendefinitionen werden im laufenden Text erläutert und in Tabelle 5 zusammengefasst.

<i>Panel A</i>		arithm.	Std.-		Median		empirisch	
	N	Mittel	abw.	P25	P50	P75	Min.	Max.
<i>Abhängige Variablen</i>								
TO	551	0,31	0,46	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00
MISS	169	0,08	0,12	0,01	0,03	0,08	0,00	0,72
<i>Unabhängige Variablen</i>								
VERG	551	0,00	0,47	-0,33	-0,01	0,30	-1,61	1,69
ANTVAR	551	0,40	0,23	0,22	0,41	0,58	0,00	0,93
IND	551	0,81	0,40	1,00	1,00	1,00	0,00	1,00
STREU	551	0,44	0,22	0,28	0,44	0,60	0,00	1,00
BLOCK25	551	0,53	0,50	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00
PRIVATE	551	0,21	0,41	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
DAX	551	0,11	0,31	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
MDAX	551	0,17	0,37	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
TECDAX	551	0,12	0,32	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
AKREN	551	0,32	0,55	0,03	0,26	0,52	-1,19	4,25
FKQ	551	0,55	0,20	0,42	0,56	0,69	0,01	0,99
BS	551	6,28	2,37	4,41	5,76	7,62	1,88	14,46
EKR	551	0,03	0,34	0,00	0,07	0,14	-2,88	4,08
MBV	551	2,00	4,05	0,96	1,46	2,33	0,18	24,58
<i>Panel B</i>								
	N	arithm.	Std.-		Median		empirisch	
		Mittel	abw.	P25	P50	P75	Min.	Max.
<i>Abhängige Variablen</i>								
TO	284	0,36	0,48	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00
MISS	103	0,07	0,10	0,01	0,03	0,08	0,00	0,54
<i>Unabhängige Variablen</i>								
VERG	284	0,00	0,48	-0,33	-0,01	0,31	-1,57	1,69
ANTVAR	284	0,36	0,23	0,17	0,39	0,55	0,00	0,84
IND	284	0,80	0,40	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
STREU	284	0,44	0,23	0,27	0,43	0,60	0,00	1,00
BLOCK25	284	0,54	0,50	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00
PRIVATE	284	0,20	0,40	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
DAX	284	0,11	0,31	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
MDAX	284	0,17	0,37	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
TECDAX	284	0,14	0,35	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
AKREN	284	0,41	0,67	0,02	0,27	0,61	-0,76	4,25
FKQ	284	0,55	0,20	0,42	0,57	0,70	0,01	0,99
BS	284	6,23	2,36	4,37	5,70	7,54	1,88	14,22
EKR	284	-0,02	0,35	-0,06	0,05	0,12	-2,88	1,12
MBV	284	1,99	2,28	0,95	1,35	2,16	0,24	24,58

Tabelle 1: Deskriptive Statistik

Diese Tabelle zeigt für alle in die Regressionen eingehenden Variablen, mit Ausnahme der Branchen- und Jahreskontrollvariablen, die entsprechenden Korrelationskoeffizienten. Die Stichprobe umfasst 551 Hauptversammlungsprotokolle der Jahre 2010 und 2011, wobei die Korrelationen mit der Variable MISS sich auf 169 Abstimmungsergebnisse beider Jahre beziehen. Die statistische Signifikanz wird mit Sternen zum 10%- (*), 5%- (**) und 1%- (***) Niveau angegeben.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 TO	1,00													
2 MISS	-	1,00												
3 VERG	0,09**	0,02	1,00											
4 ANTVAR	0,25***	0,10	0,51***	1,00										
5 IND	0,05	-0,11	-0,07*	-0,08*	1,00									
6 STREU	0,19***	0,16**	0,15***	0,17***	0,12***	1,00								
7 BLOCK25	-0,13***	-0,19**	-0,14***	-0,05	-0,09**	-0,45***	1,00							
8 PRIVATE	-0,07*	-0,05	-0,01	-0,09**	-0,11**	0,02	0,00	1,00						
9 DAX	0,27***	-0,06	0,07	0,34***	0,14***	0,21***	-0,15***	-0,14***	1,00					
10 MDAX	0,19***	0,22***	0,10**	0,24***	-0,06	0,05	0,02	-0,04	-0,16***	1,00				
11 TECDAX	0,03	-0,04	0,02	0,04	-0,03	0,06	-0,02	0,01	-0,13***	-0,16***	1,00			
12 AKREN	0,02	0,00	0,01	0,16***	-0,06	0,05	0,05	0,01	-0,08**	0,00	-0,01	1,00		
13 FKQ	0,17***	0,05	-0,09**	0,12***	0,05	0,05	0,00	-0,12***	0,25***	0,24***	0,03	-0,10**	1,00	
14 BS	0,34***	0,14*	0,01	0,49***	0,05	0,13***	-0,04	-0,21***	0,67***	0,34***	0,03	-0,06	0,59***	1,00

Tabelle 2: Korrelationsmatrix

Diese Tabelle zeigt die logistische Regression mit der Aufnahme auf die Tagesordnung als abhängiger Variable. In den unterschiedlichen Modellen werden die gemäß den Hypothesen identifizierten erklärenden Variablen zunächst einzeln und anschließend gemeinsam einbezogen. Alle Regressionen wurden mit robusten, nach Branchen geclusterten Standardfehlern geschätzt. In Klammern erfolgt die Angabe des Standardfehlers. Pseudo R² gibt die Güte des Regressionsmodells an, N bezeichnet die einbezogene Anzahl an Beobachtungen. Die statistische Signifikanz wird mit Sternen zum 10%- (*), 5%- (**) und 1%- (***) Niveau angegeben.

Unabhängige Variablen	TO			TO
	1	2	3	4
VERG	0,1058 (0,1994)			-0,2881 (0,2991)
ANTVAR		1,2442 (0,2483)***		1,6754 (0,5114)***
IND			0,1303 (0,2865)	0,1655 (0,2995)
STREU	1,0935 (0,5338)**	1,0347 (0,5605)*	1,1041 (0,5611)**	1,0587 (0,5638)*
BLOCK25	-0,3333 (0,2279)	-0,3338 (0,2269)	-0,3369 (0,2253)	-0,3471 (0,2373)
PRIVATE	-0,0364 (0,2870)	-0,0416 (0,2786)	-0,0304 (0,2771)	-0,0429 (0,2767)
DAX	0,9223 (0,5989)	0,9299 (0,6498)	0,9135 (0,6408)	0,9474 (0,6838)
MDAX	0,9110 (0,3760)**	0,8653 (0,3940)**	0,9357 (0,4081)**	0,9065 (0,3953)**
TECDAX	0,3998 (0,3007)	0,3498 (0,3336)	0,4147 (0,3116)	0,3653 (0,3308)
AKREN	0,1070 (0,3193)	0,0188 (0,3359)	0,1079 (0,3208)	-0,0100 (0,3465)
FKQ	-0,3161 (0,4400)	-0,0638 (0,4883)	-0,3695 (0,4681)	-0,1005 (0,4770)
BS	0,2140 (0,0806)***	0,1482 (0,0923)	0,2159 (0,0842)***	0,1258 (0,0886)
Branchenkontrollen	JA	JA	JA	JA
Jahreskontrollen	JA	JA	JA	JA
N	551	551	551	551
Pseudo R ²	0,1544	0,1613	0,1545	0,1633
Chi ² -Statistik	86,12***	94,20***	87,40***	97,05***

Tabelle 3: Regressionsergebnisse zur Aufnahme auf die Tagesordnung

Diese Tabelle zeigt die OLS-Regression mit der Missbilligungsquote als abhängiger Variable. In den unterschiedlichen Modellen werden die gemäß den Hypothesen identifizierten erklärenden Variablen zunächst einzeln und anschließend gemeinsam einbezogen. Alle Regression wurden mit robusten, nach Branchen geclusterten Standardfehlern geschätzt. In Klammern erfolgt die Angabe des Standardfehlers. R^2 und Adjusted R^2 (letzteres entnommen aus der Regression mit einfachen Standardfehlern) geben die Güte des Regressionsmodells an, N bezeichnet die einbezogene Anzahl an Beobachtungen. Die statistische Signifikanz wird mit Sternen zum 10%- (*), 5%- (**) und 1%- (***) Niveau angegeben.

Unabhängige Variablen	MISS		MISS
	1	2	3
VERG	-0,0088 (0,0178)		-0,0229 (0,0155)
ANTVAR		0,0161 (0,0579)	0,0517 (0,0572)
IND			-0,0576 (0,0228)**
STREU	0,0794 (0,0554)	0,0769 (0,0552)	0,0948 (0,0575)
BLOCK25	-0,0417 (0,0118)***	-0,0408 (0,0115)***	-0,0497 (0,0130)***
PRIVATE	-0,0152 (0,0240)	-0,0141 (0,0245)	-0,0338 (0,0221)
DAX	-0,1116 (0,0748)	-0,1122 (0,0739)	-0,0982 (0,0767)
MDAX	0,0175 (0,0565)	0,0171 (0,0571)	0,0176 (0,0603)
TECDAX	-0,0256 (0,0262)	-0,0256 (0,0256)	-0,0274 (0,0292)
AKREN	-0,0110 (0,0143)	-0,0115 (0,0111)	-0,0185 (0,0111)
FKQ	-0,0922 (0,0900)	-0,0830 (0,0993)	-0,0811 (0,0854)
BS	0,0250 (0,0137)	0,0241 (0,0149)	0,0200 (0,0136)
Branchenkontrollen	JA	JA	JA
Jahreskontrollen	JA	JA	JA
N	169	169	169
R^2	0,2274	0,2270	0,2536
Adjusted R^2	0,1289	0,1284	0,1470
F-Statistik	2,31***	2,30***	2,38***

Tabelle 4: Regressionsergebnisse zum Abstimmungsverhalten

Diese Tabelle zeigt die Variablen, die in der weiteren Auswertung verwendet wurden, ihre Definition und ihre Herkunft.

Variable	Definition	Quelle
<i>Abhängige Variablen</i>		
TO	dichotom kodierte Indikatorvariable über die Aufnahmeentscheidung des Say on Pay auf die Tagesordnung der Hauptversammlung	Hauptversammlungsprotokolle
MISS	Missbilligungsquote zum System der Vorstandsvergütung, prozentualer Anteil der Nein-Stimmen in Relation zur Anzahl der Gesamtstimmen	Hauptversammlungsprotokolle
<i>Erklärende und Kontrollvariablen</i>		
VERG	logarithmierte übermäßige Vorstandsvergütung, die nicht durch die in der Regression betrachteten unabhängigen Variablen erklärt wird	Geschäftsberichte, eigene Berechnung
ANTVAR	Anteil der variablen Vergütung an der Gesamtvergütung eines Vorstandsmitglieds	Geschäftsberichte, eigene Berechnung
IND	dichotom kodierte Indikatorvariable, welche angibt, dass die individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung durch das Unternehmen erfolgte	Geschäftsberichte
STREU	Streubesitz; Anteil von Aktionären, die weniger als 3% am Grundkapital einer Aktiengesellschaft halten und nicht einzeln zurechenbar sind	Hoppenstedt Aktienführer
BLOCK25	dichotom kodierte Indikatorvariable über die Existenz von Aktionären, die über mehr als 25% der Unternehmensaktien verfügen	Hoppenstedt Aktienführer
PRIVATE	dichotom kodierte Indikatorvariable, die anzeigt, ob der größte Unternehmensaktionär ein privater Investor ist	Hoppenstedt Aktienführer
DAX	dichotom kodierte Indikatorvariable über die Notierung eines Unternehmens im DAX	Deutsche Börse AG
MDAX	dichotom kodierte Indikatorvariable über die Notierung eines Unternehmens im MDAX	Deutsche Börse AG
TECDAX	dichotom kodierte Indikatorvariable über die Notierung eines Unternehmens im TECDAX	Deutsche Börse AG
AKREN	Aktienkurssteigerung im zurückliegenden Berichtsjahr zuzüglich der gezahlten Dividende in Relation zum Aktienkurs zu Geschäftsjahresbeginn	Datastream
FKQ	Fremdkapitalquote, Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital zum Bilanzstichtag	Worldscope
BS	logarithmierte Bilanzsumme zum Bilanzstichtag	Worldscope
EKR	Eigenkapitalrendite, Verhältnis von Jahresüberschuss zu durchschnittlichem gebundenen Eigenkapital einer Periode	Worldscope, eigene Berechnung
MBV	Marktwert-/Buchwertrelation des Eigenkapitals zum Bilanzstichtag	Datastream, Worldscope, eigene Berechnung

Tabelle 5: Variablenbeschreibung und Datenherkunft

Teil 5

The Effects of Corporate Governance on the Value Relevance of IAS 38 R&D Expenditures in Germany

The Effects of Corporate Governance on the Value Relevance of IAS 38 R&D Expenditures in Germany

Christian Drefahl^{a,*}/Christian Engelen^{a,1} /Duc Hung Tran^{a,2}

^a University of Cologne, Department of Financial Accounting and Auditing, Albertus-Magnus-Platz, 50923 Cologne, Germany

Abstract

Using data on the largest German quoted firms in the years 2006 to 2010 we examine the accounting of R&D expenditures under IFRS in the value relevance framework. In contrast to earlier studies we find expensed R&D to be significantly positively associated with stock prices whereas capitalized R&D, nominally indicative of future economic benefits, is not significantly value relevant. Thus, investors seem to have reservations towards capitalization of R&D, but associate general (expensed) R&D activity with improved prospects. We explain this result with the subjectivity inherent in the capitalization criteria for development costs (IAS 38.57), thereby making the application of this standard prone for opportunistic earnings management. To this end, we also research the effects corporate governance has on the value relevance of R&D. We find the role of corporate governance to depend on whether the firm is classified as an expenser or capitalizer, respectively. While for expensers stronger governance is associated with higher value relevance, results for capitalizers are mixed and indicate the existence of conflicting interests. Thereby, we account for a number of potential biases such as endogeneity, the effect of IAS 38 impairments, different capitalizer types and changes in investors' reservations over time.

Keywords: accounting disclosure, corporate governance, research & development, value relevance

We wish to thank the following for helpful comments and suggestions: Markus Diller, Jürgen Ernstberger, Christoph Kuhner, Bernhard Pellens, Thomas Schildbach, Andrew Stark, Peter Wells, participants of the 49th British Accounting and Finance Annual Conference 2013, the 36th European Accounting Association Annual Congress 2013, the 6th International Workshop on Accounting and Regulation of EIASM and the University of Siena 2013, a research seminar of the Ruhr University Bochum 2013 and a research seminar at the University of Passau 2013.

* Corresponding author. Tel. +49 221 470 3089.

E-mail addresses: drefahl@wiso.uni-koeln.de (Drefahl, C.), engelen@wiso.uni-koeln.de (Engelen, C.), duction.tran@outlook.com (Tran, D.).

¹ Tel.: +49 221 470 2726.

² Tel.: +49 177 344 2761.

1. Introduction

In this paper we address the accounting treatment of Research & Development (R&D) outlays under IAS 38, their value relevance and potential effects of corporate governance aspects on R&D value relevance. The underlying motivation for this research derives from two observations. For one thing, IAS 38 can be considered a controversial standard due to the substantial discretion inherent in its application, in particular with regard to the recognition criteria for development outlays. This has caused commentators to bemoan its subjectivity and potential for manipulation, thus viewing it as a so-called implicit capitalization choice. While the capitalization of successful R&D efforts, when exercised as intended by the standard, may lead to more relevant financial statements, the danger of opportunistically acting management may compromise financial statement reliability. For another thing, opportunistic managerial behavior implies a divergence of interests between the firm's management and its shareholders which gives rise to agency costs. These costs are negatively priced by rational investors in assessing firm value (Jensen and Meckling, 1976). As value relevance research examines accounting amounts' associations to equity market values, we expect a link between agency costs and value relevance. This is why we test the effects of corporate governance mechanisms on R&D value relevance.

In sum, IAS 38 constitutes a well suited example to investigate the ongoing debate on the trade-off between reliability and relevance in international standard setting (Cazavan-Jeny and Jeanjean, 2006). Furthermore, given that managerial discretion is central to the application of IAS 38, this standard allows us to research corporate governance effects on value relevance in the presence of agency costs. Thereby, a characteristic feature of our setting is that traditional German accounting rooted in the prudence principle until recently used to explicitly prohibit capitalization of R&D outlays. Therefore, companies and, possibly more importantly, investors that are used to more than 100 years of prudence-oriented accounting can be judged to have reservations towards this paradigm shift; this may affect the (perceived) credibility of the signal conveyed by R&D capitalization, which constitutes an interesting setting for our analyses.

Using a largely hand-collected sample of the largest German quoted firms between 2006 and 2010, our analysis proceeds in two steps. Firstly, we test the value relevance of R&D outlays drawing on the extant literature in the field by demonstrating the explanatory power capitalized and expensed R&D have for share prices. Secondly, we evaluate the effect of corporate governance on the R&D-share price relation. The underlying motivation for conducting this analysis is the conjecture that corporate governance mechanisms crucial to the

German system should be indicators of the extent of managerial leeway and interest alignment, thereby affecting the credibility of the information conveyed by management through the capitalization decision. Thus, we use the corporate governance aspects of ownership, compensation, and audit committee existence and activity to study their effects on the value relevance of reported R&D expenditures. However, some corporate governance factors can be judged ambiguous by nature, i.e. they may either enhance or constrain managerial discretion and agency costs, which may have corresponding effects for the value relevance of R&D disclosures.

Our results show that capitalized R&D are not significantly associated with share prices, which is in contrast to the intention of IAS 38 making R&D capitalization i.a. conditional on the expectation of future economic benefits. Expensed R&D, however, is throughout associated with higher share prices, meaning that investors judge R&D activity in general to convey sufficiently decision useful (and positive) signals about a company's prospects. Further, we show that expensed R&D by strictly expensing firms is more value-relevant than expensed R&D by firms that capitalize part of their R&D outlays, which indicates that investors may attribute more credibility to the accounting signals of expensers, whereas for capitalizers possibly earnings management motives are to be assumed. Regarding the corporate governance tests, we find that the role of corporate governance depends on the firm type (expensers vs. capitalizers). For expensing firms, assumably perceived as credible, stronger governance (existence of any, insider, and outsider blockholder, existence and activity of an audit committee) is found to contribute positively to the value relevance of R&D outlays. In contrast, for capitalizing firms the role of blockholder ownership depends on the blockholder type with outsiders seemingly fulfilling a monitoring role and insiders possibly being subject to agency conflicts of their own; thus, the existence of outsider blockholders consistently increases R&D value relevance, whereas the existence of inside blockholders exerts a small negative effect. Concerning compensation, there is slight evidence of higher bonus-type compensation weakening the value relevance of R&D outlays of capitalizers. Moreover, the absence of an audit committee seems to be perceived as indicative of earnings management leading to a negative value relevance of capitalized R&D. Taken together, our results indicate that there is no uniform set of "good" governance useful across all types of firms, i.e. the effects of the corporate governance proxies differ and depend on firm type (expensers versus capitalizers) as well as R&D accounting treatment. Finally, all findings are robust to additional tests, e.g. controlling for self-selection, allowing for the effects of IAS 38 impairments, differentiating capitalizer

types (high versus low) and investigating time effects that may indicate changes in investors' reservations and potential confounding effects of the financial crisis years.

This study contributes to the literature in several ways. Firstly, we provide complementary evidence on the interpretation of the application of IAS 38 and the accompanying questions of relevance and reliability in a German setting where a strong tradition of prudence in financial accounting exists. While most studies situated in countries of Anglo-Saxon heritage have demonstrated positive value relevance of capitalized R&D (Ahmed and Falk, 2006; Callimaci and Landry, 2004; Han and Manry, 2004; Lev and Sougiannis, 1996; Zhao, 2002), recent evidence from a code law background, namely France, delivers contrary results (Cazavan-Jeny and Jeanjean, 2006; Cazavan-Jeny et al., 2011). Given these ambiguous findings and the apparent role of the institutional environment more research is required on the question of R&D value relevance. To the best of the authors' knowledge, this is the first value relevance study situated in Germany employing actual IAS 38 R&D capitalization data. Secondly, this study brings together the R&D value relevance literature with the research strand following Song et al. (2010) by analyzing the effects of corporate governance mechanisms in a value relevance framework. In order to assess the ways in which corporate governance may affect accounting credibility, estimation errors and management induced biases, we adapt this novel approach to the analysis of R&D reporting. Finally, in a broader sense, when seen in the context of existing empirical evidence, our study integrates with the literature on the comparability of financial information post-IFRS, because we deliver evidence indicating the continuation of national patterns under IFRS, e.g. in the form of "Anglo and continental European groupings" but also continuing differences between continental European countries (Delvaille et al., 2005; Kvaal and Nobes, 2012; Liao et al., 2012; Nobes, 2006, 2011).

The remainder of this paper is organized as follows: section 2 outlines the background for the study and presents the hypotheses. We explain the data in section 3 and present the research design and our results in section 4. Section 5 concludes.

2. Background, Literature Review and Hypotheses

2.1 Accounting for Research & Development Expenditures

Given that our analyses are based on the consolidated accounts of the largest German publicly traded companies, IFRS are the relevant accounting standards to be considered. In the European Union, and hence Germany, following EU regulation 1606/2002 the consolidated accounts of capital market oriented companies are required to conform to IFRS effective from 1 January 2005. Within IFRS, the accounting treatment of R&D outlays is covered in

IAS 38 “Intangible Assets”; this subsumption under “assets”, already indicates that the inherent trade-off between relevance and reliability is addressed by explicitly focusing on the accounting treatment of successful projects leading to the recognition of an asset. Thereby, the IASB acknowledges the difficulty of assessing whether an internally generated intangible asset qualifies for recognition i.a. because of potential problems in identifying whether and when there is an asset that will generate future economic benefits (IAS 38.51). Therefore, the standard contains additional guidance concerning the capitalization of R&D that go beyond the general requirements of intangible assets (IAS 38.51-67). According to IAS 38, the generation of a potential asset is to be classified into a research and a development phase; if an entity cannot distinguish these phases, the R&D expenditures are to be treated as if incurred in the research phase only (IAS 38.52-53). All research expenditures must be expensed (IAS 38.42, 54-56); development expenditures¹ (IAS 38.8) are to be capitalized, if the reporting entity can demonstrate that certain criteria (IAS 38.57), i.a. the expectation of a generation of future economic benefits and the reliable measurement of attributable expenditures, are met cumulatively; taken at face value, therefore, capitalization should convey a signal of successful development, which should imply good news for company and investors. This additional information contained in the capitalization signal is usually thought to enhance the relevance of financial statements. Thereby, it is worth noting that while the standard regulates capitalization in the form of a prescription, the fact that a number of subjective criteria must be fulfilled creates room for managerial judgment. This is why the IAS 38 treatment of development outlays has been named a *de facto* or implicit capitalization choice (Liao et al., 2012). Interestingly, in contrast to the IFRS regulations, US GAAP (ASC 730-10-25-1) requires all R&D costs to be expensed, which the FASB mainly justifies by referring to the uncertainty of future economic benefits and the lack of a causal relationship between expenditures and benefits (ASC 730-10-05).²

When assessing the implementation of IAS 38 in a single country study, the institutional environment should be of importance.³ Concerning the accounting practice in Germany, some of the larger and more internationally oriented companies started preparing financial statements in accordance with IAS/IFRS (and US GAAP) in the late 1990s voluntarily in or-

¹ While it should be noted that according to IAS 38 only development outlays qualify for capitalization, in keeping with the majority of the literature throughout the paper we refer to the capitalization of R&D outlays.

² An exception is the treatment of software production costs, which are to be capitalized given technological feasibility has been established (ASC 985-20-25-3).

³ Cf. Nobes (2006, 2011) and Kvaal and Nobes (2012) on national patterns and a persistence of differences post IFRS.

der to improve their access to international capital markets.⁴ More importantly, however, for over 100 years German financial accounting has been determined by the German Commercial Code (HGB) and influenced by its underlying principles (Eierle, 2005). In keeping with its traditional focus on prudence, conservatism and creditor protection, German GAAP used to prohibit the capitalization of internally generated intangible assets (HGB par. 248 subpar. 2 old version). Only recently, under the Accounting Law Modernization Act (BilMoG) coming into effect for fiscal years beginning after 31 December 2008, the capitalization of internally generated intangibles was permitted (HGB par 248 subpar. 2 new version), i.e. preparers now have an explicit choice. Comparably to IFRS, development outlays only qualify for capitalization, whereas research costs are to be expensed (HGB par 255 subpar. 2 new version). However, even after the recent reform of German GAAP there still are traces of the prudence principle-based approach to be found in R&D accounting, as a payout block has been installed with regard to the capitalization of R&D (HGB par. 268 subpar. 8). Thus, despite the recently enacted changes, based on their pre-IFRS experience and the traditionally prevailing attitude most German companies, but also investors can be judged to be scantily acquainted with applying and judging the successful efforts method of capitalizing development expenditures as regulated by IAS 38. Additionally, the fact that the German commercial code prohibiting the capitalization of internally generated intangibles was applied for more than a century may reflect reservations towards capitalization which can be expected to persist after compulsory adoption of IFRS. Therefore, R&D capitalization, contrary to the intention of IAS 38, may be perceived as a sign of earnings management in that management may seek to maximize earnings and the equity ratio, or to smooth earnings, respectively.⁵ Table 1 contains a comparison of R&D accounting treatments under IFRS, US GAAP and (old and new) German GAAP.

[Insert Table 1 about here]

⁴ Following the Capital Raising Facilitation Act (Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz) of 1998 companies were allowed to prepare consolidated accounts according to internationally accepted standards, i.e. US GAAP and IAS. Cf. Eierle (2005). However, it is worth noting that up until the beginning of the 2000s less than 1% of all German traded companies complied with IAS/IFRS and only after the IAS regulation of 2002 a more sizeable proportion applied international accounting standards.

⁵ Capitalizing R&D means that profitability, and ultimately the equity base, are pushed, since the amounts that otherwise had to be expensed are now postponed to amortization in later periods. Moreover, capitalization affects a company's profitability profile, i.e. in the form of smoother earnings patterns, cf. Cazavan-Jeny et al. (2011). See also the following section 2.2.2 on some aspects of the criticism regarding the IAS 38 successful efforts method.

2.2 The Value Relevance of Research & Development Expenditures

2.2.1 Arguments and Evidence Supporting the Successful Efforts Method

As outlined above, against the IASB's intention, in principle two de facto options seem feasible concerning the treatment of outlays for successful R&D. Either reporting entities may be required to expense all R&D costs as incurred (expense only method), or, given certain criteria are fulfilled, the outlays for successful R&D are capitalized (successful efforts method) (Cazavan-Jeny and Jeanjean, 2006). Thereby, standards setters face the trade-off between relevance and reliability (Healy et al., 2002). Advocates in support of a capitalization of successful R&D expenditures usually stress the importance of the relevance of financial statements, which also corresponds to the presumably increasing importance of intangible assets in today's business (Lev and Zarowin, 1999). Capitalization of internally generated intangibles may help identify successful R&D; it gives companies the option to communicate with capital markets by relating the (justified) expectation of future economic benefits (Boone and Raman, 2001; Cazavan-Jeny et al., 2011). Assuming this information to be both relevant and reliable, it should help investors to better assess a company's prospects. Thus, the decision to capitalize rather than expense may function as a signal to market participants, which conforms to the performance measure hypothesis (Guay et al., 1996).

Empirically, the role of R&D outlays often is tested in the value relevance framework, i.e. the predictive power of R&D outlays, expensed and/or capitalized, for market values is tested (Barth et al. 2001).⁶ Thereby, the majority of the literature is based on Anglo-American data. Because US GAAP prohibit the capitalization of R&D expenditures, early empirical contributions test the value relevance of an estimate (simulation) of capitalized R&D. For instance, Lev and Sougiannis (1996) demonstrate a highly significant positive association between capitalized R&D and future returns, indicating that capitalizing R&D might be value relevant and, consequently, that strictly expensing R&D costs might mean that prices do not fully incorporate the future benefits of R&D. Similarly, simulating different R&D accounting regimes Healy et al. (2002) find the successful-efforts method, the one with the highest discretionary leeway, to exhibit the highest value relevance even in light of distortive earnings management. Concerning studies based on actual archival data, Zhao (2002) delivers international evidence by comparing the value relevance of financial reporting in four countries.⁷

⁶ Another strand of empirical literature dealing with R&D outlays draws on the earnings management approach. While this is outside of the scope of this contribution, we refer to Aboody and Lev (1998), Wyatt (2005), Tutticci et al. (2007) and Markarian et al. (2008).

⁷ These countries are the USA, the UK, France and Germany. While Zhao (2002) also uses German data, he studies a pre-IFRS period with R&D accounting information based on the old (pre-BilMoG) German commer-

The author shows the allocation of R&D between capitalization and expensing to provide incremental information over that of total R&D costs, and also delivers evidence highlighting the importance of the institutional setting.⁸ For Canadian firms, where similar to IFRS R&D capitalization is required given certain criteria are met, Callimaci and Landry (2004) find capitalized R&D to be more positively related to stock prices than expensed R&D, indicating that it conveys an important signal to the market. Han and Manry (2004) deliver similar evidence for Korea. Drawing on Australian data, where management (pre-IFRS) had the choice on whether to capitalize or expense R&D, Ahmed and Falk (2006) show that an accounting practice where managers can exert discretion over R&D accounting implies higher value relevance and that capitalized R&D possess higher value relevance than expensed R&D. Based on UK-data Oswald (2008) concludes that managers choose the ‘correct’ method for accounting for R&D and convey important information via the capitalization signal (Oswald and Zarowin, 2007). This is confirmed by more recent research from the UK that finds capitalized R&D, unlike expensed R&D, to be positively value relevant (Tsoligkas and Tsalavoutas, 2011). Thus, it can be subsumed that a large body of international, mainly Anglo-American studies indicates positive value relevance of capitalized R&D, i.e. there is empirical evidence supporting the successful efforts method.

2.2.2 Arguments and Evidence Opposing the Successful Efforts Method

However, in contrast to above arguments and empirical evidence, the opposing school of thought advocating the strict expensing R&D costs focuses on the need for reliability (or objectivity) of accounting information. Consequently, they perceive capitalization of R&D outlays as a violation of the prudence principle. Typically, corresponding reasonings refer to the high ex ante uncertainty of R&D, the need for subjective judgment in assessing the IAS 38 criteria and a resulting increased scope for earnings management (Nixon, 1997). “Management’s R&D capitalization/expensing choice or good news/bad news disclosure decisions may be influenced by a variety of considerations or adverse selection motives” (Ahmed and Falk, 2006). Giving managers the option to capitalize R&D outlays is said to lead to a de-objectification of the balance sheet (Wehrheim and Fross, 2010); this critique of internally generated intangible assets can be judged to be deeply embedded in traditional German accounting. Referring to a doyen of prudence-based German financial accounting, already Mox-

cial code (HGB), where, accordingly, R&D outlays were required to be expensed. Consequently, for Germany no actual R&D outlays, but rather a predicted R&D intensity are considered.

⁸ Thus, his findings may be taken as a further indication suggesting that the value relevance of the accounting treatment of R&D outlays may differ between institutional environments.

ter (1979) bemoans the difficulty of reliably measuring the value of intangible assets due to the absence of physical substance. So management may opportunistically exploit a discretionary leeway that might in fact lead to worse quality financial statements, e.g. by wrongly capitalizing R&D in order to hide unprofitable investments, strengthen the equity base and pushing profitability through lowered expenses, or, alternatively smoothing earnings through deliberate expensing of R&D outlays worthy of capitalization. The fact that management may misrepresent R&D accounting data is the predominant argument of standard setters favoring mandatory expensing (Ahmed and Falk, 2006). Thus, also in the (largely normative) German financial accounting research the traditional prohibition of a capitalization of R&D outlays used to be justified by an apprehension of adverse managerial motives and a lack of objectivity. These arguments can be subsumed under the opportunistic management hypothesis (Guay et al., 1996).

Empirically, to date there is but little, however fairly recent evidence supporting the opponents of capitalizing successful R&D. In the French context where capitalization of R&D was optional under domestic accounting regulation Cazavan-Jeny and Jeanjean (2006) show both capitalized and expensed R&D to be significantly negatively associated with stock prices and returns. In a later contribution, Cazavan-Jeny et al. (2011) generally find a negative or neutral impact of capitalized R&D on future performance. Thus, their results cast doubt on the universality of the benefits of capitalizing subject to commercial success, as shown by previous contributions and postulated by IAS 38. This means that capitalization does not always convey a credible signal, but from an investor's point of view may be interpreted as indicative of earnings management. Consequently, aforementioned French studies deliver evidence hinting at the potential impact of legal, socio-economic and cultural differences, and accounting tradition for the value relevance of R&D outlays, which also fits in with the literature on the comparability of accounting information and the continuation of national patterns post-IFRS (Kvaal and Nobes, 2012; Liao et al., 2012; Moxter, 1979; Nobes 2006, 2011).

In summary, drawing on above arguments and the existing empirical literature Germany can be considered a promising setting for testing the value relevance of R&D expenditures. Firstly, unlike most studies to date the code-law background and the traditional accounting principles suggest a preference for prudence over relevance, i.e. financial reporting used not to be prepared with the primary objective of providing information to (equity) investors. Additionally, the German setting can be judged sufficiently different from the French, i.a. because unlike in France there is an influential tradition of prohibiting capitalization of R&D outlays. Furthermore, as outlined above, the successful efforts method as contained in IAS 38

may seem dubious to German companies (i.e. preparers) as well as investors; therefore, in contrast to the standard's intention, capitalization possibly is not perceived as a sign of strength indicating future economic benefits but rather as a short-time move to manage earnings, strengthen the equity base and postpone actual R&D expenses to later periods (in the form of amortization or impairment). From a theoretical perspective these considerations cast some doubt on the potential value relevance of capitalized R&D in the German setting. Finally, to date there is no empirical value relevance evidence based on actual IFRS archival data that might guide the expectations on the R&D-price relation; given above considerations, this further lines out the necessity of testing the value relevance of German R&D accounting data.⁹

To conclude, in keeping with the general objectives and character of IAS 38 we hypothesize R&D outlays in German companies to be value relevant. While most literature finds the relation to be positive (corresponding to the performance measure hypothesis there are significantly positive regression coefficients), the recent evidence of Cazavan-Jeny and Jeanjean (2006) and Cazavan-Jeny et al. (2011) situated in a comparable setting, but with a different national GAAP background, provides opposing, respectively insignificant results (corresponding to the opportunistic management hypothesis). Given the ambiguity in theoretical perspective and empirical evidence, we leave the prediction unsigned resulting in the following hypotheses:

H1a: Capitalized R&D is value relevant, i.e. there is a significant association between capitalized R&D outlays and stock prices.

H1b: Expensed R&D is value relevant, i.e. there is a significant association between expensed R&D outlays and stock prices.

2.3 The Impact of Corporate Governance on the Value Relevance of R&D Expenditures

As discussed above, while R&D expenditures have largely been shown to be significantly positively associated with stock prices, there is also conflicting evidence demonstrating a negative association. Most notably, in the French context Cazavan-Jeny and Jeanjean (2006)

⁹ We are aware of the contribution by Thi and Schultze (2011) who, using adjusted earnings, demonstrate that capitalization of R&D creates an additional accrual component which increases the explanatory power of book values and earnings. However, as their study mainly draws on German pre-IFRS data, the actual impact of expensed versus capitalized R&D can only be inferred. Consequently, for German companies the value relevance of R&D outlays essentially remains an open empirical question.

show a negative effect of R&D outlays on stock prices, which they attribute to increasing information asymmetries due to the discretion afforded management in deciding to capitalize R&D and investors' understanding capitalization as a signal of earnings manipulation, i.e. there is evidence supporting the opportunistic management hypothesis. Similarly, drawing on the German institutional environment, especially the accounting tradition dominating the accounting community, as outlined above, capitalization might be perceived as indicative of earnings management.

Possibly, the market's perception of the R&D signal may depend on the preparer's credibility. Cazavan-Jeny and Jeanjean (2006) suspect that accounting credibility may in turn be influenced by a firm's corporate governance. Thereby, corporate governance refers to a set of mechanisms effective in controlling agency conflicts within corporations. These conflicts are expected to exist particularly with regard to management and outside shareholders resulting, i.a. from the separation of control and ownership (Berle and Means, 1932), but also between dominant and dispersed shareholders (Shleifer and Vishny, 1986). Opportunistic behavior by the management implies the existence of diverging interests between the firm's management and its shareholders, which gives rise to agency costs. As these costs are also borne by a firm's (future) shareholders, rational investor will lower their willingness to pay, leading to a decline in prices (Jensen and Meckling, 1976). This, in turn, affects negatively the shareholders' welfare.¹⁰ The extant literature (e.g. Shleifer and Vishny, 1997; Kanagaretnam et al., 2007) shows that corporate governance is capable of reducing agency costs by increasing the monitoring of managements' actions and limiting management's opportunistic leeway. This should affect the credibility of the R&D accounting signal. Therefore, also drawing on Song et al. (2010), we address this issue by hypothesizing that corporate governance mechanisms affect the extent and direction of the value relevance of R&D expenditures.¹¹ Based on prior literature we test several governance mechanisms that can be expected to be material with regard to the reliability of accounting disclosure in the German institutional setting.¹² Following Song et al. (2010) we believe that "to the extent that strong corporate governance mechanisms reduce reliability concerns relating to estimation error and management induced bias" corporate governance will affect R&D value relevance. Given the deliberations

¹⁰ We argue that these changes in share prices induced by shareholders' willingness to pay also impacts value relevance, because this concept relies on stock prices as dependent variable.

¹¹ It is also noteworthy that for Germany Goncharov et al. (2006) demonstrate corporate governance itself, as measured by governance code compliance, to be value relevant. This is why we also control for the respective governance factors individually.

¹² In particular, we consider ownership, compensation and the role of the audit committee; cf. chapter 4.2.

presented above, we expect a significant association between the interaction of corporate governance and R&D outlays and stock prices leading to the following hypothesis:¹³

H2: Corporate governance influences the value relevance of R&D outlays.

3. Sample and Descriptive Statistics

To investigate our research questions we build a sample drawing on the largest German firms in 2006 to 2010. This period is appropriate because German firms that adopted IFRS in 2005¹⁴ tend to continue accounting policies that they have predominantly chosen and applied under German GAAP (Haller and Wehrfritz, 2013). As indicated above, we think this time frame is suitable to analyze the value relevance of R&D expenditures in the traditional focus on prudence principle. In later years this accounting culture might potentially change. Moreover, the starting point of our dataset is determined by the availability of the compensation variables.¹⁵

Since reliable R&D information must be hand-collected from annual reports, we limit our sample to the 110 largest German firms included in DAX, MDAX, and TecDax indices. From this potential starting population of 550 observations we exclude all financial firms (50), foreign firms (15), firms without R&D activity (40), firms where financial statements are unavailable and essential information (e.g. R&D accounting) is missing (143), which results in a basic sample of 302 firm-year observations.

Table 2 contains the industry distribution based on ICB codes for the entire sample and the capitalizer/expenser subsamples. Following Ahmed and Falk (2006), Oswald and Zarowin (2007), Oswald (2008) and Cazavan-Jeny et al. (2011) a firm is defined as a capitalizer if at any point in time during our 2006 to 2010 sample period it referred to the IAS 38 criteria to capitalize R&D. The underlying rationale in taking this approach is that we believe that the (even one-time) capitalization decision may have a lasting effect on a firm's credibility (relia-

¹³ Hypothesis two is deliberately stated in general terms because the directional effects of governance mechanisms, as shown by prior literature, are ambiguous and thus ex ante unclear. For instance, blockholders may provide a solution to the free rider problem within firms with dispersed ownership, as they have not only the power, but also the incentive to engage in effective monitoring of the management. A competing view (e.g. Barclay and Holderness, 1989) suggests, however, that blockholders may use their power to realize benefits to the detriment of minority shareholders. For brevity and readability reasons, we therefore abstain from stating explicit predictions for each governance variable.

¹⁴ IFRS adoption became mandatory for all listed European companies from 1 January 2005, which is why for a dataset starting in 2006 a consistent application can be expected.

¹⁵ Since the beginning of 2006, according to the Disclosure of the Management Board Compensation Act (VorstOG), detailed compensation disclosure has been made mandatory.

bility) with corresponding implications for value relevance.¹⁶ From our sample of 302 observations we find about three quarters (222) to belong to capitalizing firms, whereas about one quarter (80) of observations contains the firms that always expense R&D. This is in contrast to the French evidence by Cazavan-Jeny and Jeanjean (2006), who find the majority of their firms to expense R&D outlays and the British results by Tsoligkas and Tsalavoutas (2011), who find their sample to be split almost evenly; thus, despite the presumed relative unfamiliarity of German companies in capitalizing R&D, comparably many appear to make use of the implicit option. Concerning the industry distribution, we find our sample to be dominated by firms belonging to the Industrials (33%), Consumer Goods (20%), Basic Materials (13%), and Healthcare (12%) categories. Comparing the relative proportions of industries across the subsamples, we find the industry distribution to be largely evenly spread between capitalizers and expensers except for Technology, Telecommunication, and Utilities. However, companies in the same industry may have different views on whether the criteria of IAS 38.57 are met. This is why, despite the inconspicuous industry distribution across subsamples, we include detailed industry controls in our later analyses.¹⁷

[Insert Table 2 about here]

Table 3 contains the descriptive statistics pertaining to the main economic characteristics for the entire sample and the subsamples, respectively. Our sample companies have a mean (median) total assets of 19.9 (2.6), market capitalization of 10.8 (2.5) and total sales of 14.6 (2.6) billion EUR. On average, companies are levered to 0.56 (0.60) of total assets. The average R&D intensity, measured as total R&D outlays in a given period scaled by total revenues, amounts to 6% (3%). Comparing the subsamples of expensers and capitalizers, we find capitalizers on average to be larger in terms of total assets (25.3 versus 4.9 billion Euro), market capitalization (12.3 versus 6.6) and total sales (18.2 versus 4.9). Capitalizers are levered to a higher degree (0.59) when compared to expensers (0.50). Moreover, capitalizing firms exhibit a higher R&D intensity (6%) than expensing firm (4%).

¹⁶ We also test whether the value relevance effects vary with of the proportion of R&D capitalized, i.e. R&D intensity by using indicator variables capturing ‘low capitalizers’ (capitalized amount of R&D expenditures < 10%) and ‘high capitalizers’ (capitalized amount of R&D expenditures > 60%). In total, we only find modest evidence for diverging market perceptions of ‘low’ vs. ‘high capitalizers’.

¹⁷ To account for this variation and capture industry standards at the lowest level possible, in unreported robustness checks we include fixed effects based on the ICB Code (Worldscope item 07040). The ICB Code is a 4-digit subsector code, representing the lowest hierarchical level of industry classification. The inclusion of ICB Code, instead of the industry dummies generally used, results in a distinction between 34 subsectors in our analysis and, most importantly, does not change our findings qualitatively. Given that and to maximize statistical power in our analyses, we continue relying on our initial, more aggregated industry indicators.

Looking at the correlations (Table 4), we find share price to be significantly positively correlated with adjusted book value per share (*ABVPS*), and expensed and capitalized R&D outlays (*RD_Exp_Exp*, *RD_Cap_Cap* and *RD_Exp_Cap*).

[Insert Table 3 about here]

[Insert Table 4 about here]

4. Research Design and Empirical Results

4.1 Value Relevance of Research & Development Expenditures

Methodically, in testing the value relevance of R&D expenditures, we follow recent literature, e.g. Cazavan-Jeny and Jeanjean (2006) and Song et al. (2010), and use a modified Ohlson (1995) model. While there are different specifications of value relevance models, we use a share-deflated levels specification because of its demonstrated superiority in reducing scale effects (Cazavan-Jeny and Jeanjean, 2006; Song et al., 2010). Moreover, a levels (rather than a returns) model should be more appropriate for our research question because we wish to determine whether the R&D accounting treatment is reflected in firm value rather than in changes in value over a specific period of time, i.e. we do not wish to test the timeliness of the R&D accounting information.¹⁸ The specification of our value relevance model is both motivated by the influential review paper by Barth et al. (2001) who identify this model as the standard approach of testing value relevance as well as a number of recent studies that employ this model to investigate similar research questions (cf. Han and Manry, 2004; Ahmed and Falk, 2006; Song et al., 2010). Furthermore and of importance with regard to our governance analyses, Jensen and Meckling (1976) suggest a relationship between the level of agency costs and firm value. As our theoretical considerations are i.a. based on Jensen and Meckling (1976), it appears intuitive and plausible to relate our governance variables to stock prices rather than returns.

In aforementioned model share prices are associated with book value of equity and reported earnings per share as well as capitalized and expensed R&D outlays, in order to determine whether the latter possess significant explanatory power with regard to share valuation. Here, the general expectation is that book value per share and earnings per share contribute positively to share prices. We break up book value per share and earnings per share into the amounts adjusted for R&D activity (*ABVPS* and *AEPS*, respectively) and capitalized and expensed R&D expenditures on a per share basis. Expensed R&D outlays are further subdivided

¹⁸ See Barth et al. (2001) for a discussion of the decision between levels and returns models.

according to R&D accounting type, i.e. whether the firm is classified as expenser or capitalizer (see above). In addition, to eliminate the effects of extreme observations, variables are winsorized at the one percent level on both sides. Following Rogers (1994), we run all OLS regression models using heteroskedasticity-robust standard errors clustered by firm and year, which also corrects for potential effects of cross-sectional and time-series dependence. We control for time and industry effects by including dummy variables. Thereby, we test:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ABVPS_{i,t} + \alpha_2 AEPS_{i,t} + \alpha_3 RD_Exp_Exp_{i,t} + \alpha_4 RD_Cap_Cap_{i,t} + \alpha_5 RD_Exp_Cap_{i,t} + \sum Year_{i,t} + \sum Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

where P refers to the stock price at the end of the fiscal year, $ABVPS$ is the book value per share adjusted for capitalized R&D, $AEPS$ is earnings per share adjusted for expensed R&D. Concerning the R&D variables, we follow Cazavan-Jeny et al. (2011) and define RD_Exp_Exp as the per share amount of expensed R&D for expensers, RD_Cap_Cap as per share amount of capitalized R&D for capitalizers, RD_Exp_Cap as per share amount of expensed R&D for capitalizers. $Year$ is a time¹⁹ indicator, $Industry$ is an industry indicator based on one-digit ICB-codes and the indices i and t refer to firm i in year t .²⁰ Generally, all variables are described in Appendix A.

Assuming that R&D activity and its accounting treatment provide value relevant information to the market, we expect significant coefficients for the three R&D per share variables. Thereby, a significantly positive (negative) coefficient indicates a positive (negative) contribution to share prices.

Table 5 shows the results for the value relevance analysis of R&D outlays. In column 1 we report for comparative purposes the bare value relevance regression based on (unadjusted) book value per share and earnings per share. As expected both variables are highly statistically significant. We find that $BVPS$ contributes with about 20% of its nominal value, while current EPS seem to be perceived as strongly predictive of future earnings with a coefficient of about 4.90.²¹ The adjusted R-square of about 62% indicates that $BVPS$ and EPS explain

¹⁹ We are aware that the time period of our study includes the recent financial crisis which potentially affects our results. To this end, we re-estimate the above model for subsamples based on the crisis years (2008 and 2009) and the remaining years (2006, 2007, and 2010) separately. We find all results to be qualitatively unaffected.

²⁰ To address the question as to whether impairments of capitalized R&D impact our results, we test the value relevance of such impairments by including the per share amount of impairment losses on capitalized R&D ($IAS38_Imp$) in equation (1) and adjust $AEPS$ for these impairment losses. All results remain qualitatively unchanged, compared to those derived from our main analysis. Most importantly, $IAS38_Imp$ is insignificant indicating that our findings are not affected by impairments of capitalized R&D.

²¹ $BVPS$ and EPS refer to book value per share and earnings per share, i.e. unadjusted $ABVPS$ and $AEPS$; see also Appendix A for a definition of all variables.

much of the variation in share prices. Turning to column 2 we find that with the inclusion of the per-share R&D variables and corresponding adjustments to *BVPS* and *EPS*, both keep their statistical significance; the former now contributes about 31% to current share prices, while the coefficient of *AEPS* is largely unaffected (4.99). Concerning adjusted R-square, now 84% of the variation in share prices is explained by our independent variables meaning that the inclusion of the R&D variables provides incremental information over *ABVPS* and *AEPS*. Focusing on the main variables of interest we find R&D outlays by expensers, which should include both successful and unsuccessful R&D efforts, i.e. the general R&D activity of these firms, to be highly significantly positive. This means that the market appears to judge these R&D outlays as promising with regard to future economic performance. Turning to capitalizers, we find that the amount of capitalized R&D (i.e. the part pertaining to nominally successful R&D efforts only; cf. IAS 38.57) is negative, but insignificant; in contrast, but similarly to expensed R&D by expensers, expensed R&D disclosed by capitalizers is highly significantly positive, i.e. this is also taken up as good news. Thus, surprisingly, management's decision to capitalize R&D expenditures, which according to IAS 38 should imply i.a. the expectation of future economic benefits, is not considered by investors to constitute a credibly positive signal. In contrast, if anything, the negative (but insignificant) coefficient indicates that there even is a tendency to attribute negative expectations to capitalized R&D outlays. All in all, this may be interpreted as a situation in which investors disregard the signal conveyed by management's capitalization decision in pricing a company's shares. This may be due to the fact that management applies the standard's criteria not as intended, but instead for earnings management purposes; moreover, this may reflect investors' general reservations towards the capitalization of development outlays.²² Finally, when interpreting the overall results of model (2) it is noteworthy that the coefficient on expensed R&D by expensers is larger than the coefficient on expensed R&D by capitalizers.²³ Thus, expensed R&D spending by expensers has a more beneficial effect on stock prices, i.e. is judged to be more reliable or promising, than expensed R&D by capitalizers. This may reflect a situation, where investors perceive firms solely sticking to the (traditional) "expensed as incurred" accounting treatment as more credible. To conclude, hypotheses 1a is not supported as we do not find significant

²² We also test whether investors' reservations towards the new reporting culture have weakened over time by comparing the value relevance estimates for 2006 and 2010. Firstly, we test the null hypothesis of an equality of the coefficients by using the Chi-squared test. Secondly, we include a year dummy variable that equals one if the fiscal year is 2010 and zero otherwise. We also interact this year dummy variable with *RD_Exp_Exp*, *RD_Cap_Cap*, and *RD_Exp_Cap*. The evidence obtained from both tests indicates, that investors' reservations have not lessened over time and may even have somewhat increased.

²³ This difference of the coefficients of expensed R&D by expensers and capitalizers, respectively, is confirmed by an F-test.

effects for capitalized R&D; however, given that both coefficients on the per share amounts of expensed R&D (by expensers and capitalizers, respectively) are significantly positive, there is evidence in line with hypothesis 1b; To conclude, we find that R&D value relevance appears to vary with both firm type (expensers vs. capitalizers) and accounting treatment.

[Insert Table 5 about here]

4.2 Effect of Corporate Governance on the Value Relevance of Research & Development Expenditures

Given above results, investors seemingly do not trust the signal conveyed by capitalized R&D, possibly because of traditional reservations towards the lack of objectivity inherent in the capitalization decision and earnings management motives on the part of management. This interpretation is somewhat strengthened by the observation that expensed R&D by expensers is perceived to contribute more strongly positively to share prices than expensed R&D by capitalizers. Therefore, possibly, investors regard R&D capitalizers in general as untrustworthy, i.e. the reliability of their accounting signal is in doubt. Given these results we test a number of corporate governance variables that possibly affect the reliability of the R&D signal. Thereby, it is important to note that there is no well-developed theory encompassing the complexity of corporate governance or a conceptual basis for selecting relevant factors to consider empirically, which makes corresponding analyses somewhat exploratory in nature (Larcker et al., 2007). This is why we base the selection of governance variables on aspects that can be expected to be crucial with regard to a) the German setting, b) general incentive alignment and c) the monitoring of financial reporting. Correspondingly, the dimensions we consider include information on ownership, executive compensation, and audit committee.²⁴

In particular, we first test the role of blockholders²⁵ by including a binary indicator variables (*Block*) coded as 1 for the existence of any blockholder and 0 otherwise. Moreover, we look at more detailed ownership information by including indicator variables for insider and outsider ownership (*Ins_Block*, *Out_Block*), respectively.²⁶ These variables are motivated i.a. by Chung et al. (2002) who find that the presence of large owners may inhibit opportunist-

²⁴ In our analysis we abstain from creating a governance index because recent research has highlighted the problems associated with them, i.e. the arbitrariness of their construction and the fact that a single number is unlikely to reflect the complexity and interrelations of governance dimensions (Bhagat et al., (2008), Brown et al. (2011)).

²⁵ Blockholders are defined as individual shareholders holding at least 25% of a firm's common shares. The threshold is set equal to 25% because according to the German Stock Corporation Act (AktG) a blocking minority allowing to block all significant decisions and resolutions requires a share of at least 25%.

²⁶ Thereby, insiders are defined as members of the companies' boards and families, whereas outsiders are all other blockholders.

tic earnings management and Prencipe et al. (2008), who research the role of family firms in R&D-related earnings management, but also evidence situated in the German institutional setting indicating that ownership in the form of blockholders, especially insider owners are central to German corporate governance (Andres, 2008; Goergen et al. , 2008). Thereby, the effect of blockholders is theoretically ambiguous as due to different conflicts of interest on the one hand convergence of interest motives may dominate whereas on the other hand entrenchment effects may appear (Barclay and Holderness, 1989; Jensen and Meckling, 1976; Shleifer and Vishny, 1989). Given these considerations, we approach the interaction of R&D outlays and our ownership variables in the value relevance framework in an exploratory vein. The existence of blockholders may either ameliorate the credibility of the signal of the R&D accounting choice or aggravate the preexisting perception.

Furthermore, we look at the effect of executive compensation in the form of bonus-type compensation (*Bonus_Comp*). Variable compensation usually is accounting-based and tied in with individual, segmental or company-wide performance; thereby, it is designed to achieve an alignment of interests between shareholders and management so as to overcome problems of asymmetric information and self-interested behavior (Jensen and Murphy, 2004). Consequently, a stronger incentive alignment through executive compensation could increase the credibility of management's accounting signals. However, variable compensation may also give rise to earnings management motives. Moreover, according to the managerial power approach misguided compensation may be part of the agency problem if compensation contracts reflect managerial rent seeking (Bebchuk and Fried, 2003). Thus, while purportedly designed to align conflicting interests, it is not clear ex ante whether variable compensation actually accomplishes that objective, i.e. lead to a more credible R&D signal. We test the effect of bonus-type compensation scaled by the number of shares outstanding, respectively.²⁷

Finally, we consider the role audit committees and their activity may play in affecting the value relevance of R&D outlays. The duty of the audit committee is to act as an independent monitor facilitating the release of unbiased financial information to shareholders, thereby alleviating agency problems (Klein, 1998).²⁸ While not mandatory by law, the German Corporate Governance Code encourages its formation in order to enhance the trust of investors and the general public in the firm's accounts (Ringleb et al., 2008). Empirically, i.a. Piot and Janin (2007) show the existence of an audit committee to reduce earnings management. We

²⁷ In the regressions where executive compensation is included, we adjust all variables accordingly, i.e. adjusted earnings per share are further adjusted for potential effects of bonus-type compensation on the profit-and-loss-statement.

²⁸ In principle, a Big4 audit could also be associated with more credible financial reporting. However, due to the homogeneity with regard to Big4 audits for our sample firms we do not include this variable.

capture the effect of audit committee formation by including an indicator variable (*Audit_Com*) taking on the value of 1 for the existence of an audit committee and 0 otherwise in our value relevance regression. Furthermore, we look at the frequency of annual audit committee meetings in order to test whether board activity impacts its effects on the value relevance of R&D expenditures. This is motivated by evidence indicating audit committee meeting frequency to be an important factor in constraining the propensity of managers to engage in earnings management (Xie et al., 2003), the occurrence of restatements (Abbott et al., 2004) and to be generally perceived as good governance (Farber, 2005). Audit committee meeting frequency is measured by an indicator variable (*AC_MF*) taking on a value of 1 for above median annual audit committee meetings and 0 otherwise.

Table 6 provides descriptive statistics for our corporate governance variables. On average, 43% of our sample firms have any blockholder, 24% of which are classified as insiders and 19% as outsiders. Average bonus-type compensation amounts to 0.04 EUR per share. 84% of all firms have formed an audit committee, average annual meeting frequency stands at about 3.34 (median: 4).

[Insert Table 6 about here]

Correlation coefficients are also displayed in table 4 (see above). We find that blockholder dummy, insider dummy and bonus-type compensation correlate significantly positively and the audit committee dummy significantly negatively with share prices. Regarding the R&D variables, expensed R&D by expensers correlates significantly positively with bonus-type compensation and significantly negatively with audit committee existence and meeting frequency, capitalized R&D correlates significantly positively with general blockholding and bonus-type compensation, expensed R&D by capitalizers correlates significantly positively with blockholding, insiders ownership, compensation and the audit committee variables and negatively with outsider blockholding. The significant correlations between the independent variables are small to moderate, which is why we do not expect any multicollinearity problems to affect our results. To test the effects these corporate governance variables have on the value relevance of R&D outlays by German firms we estimate:²⁹

²⁹ We estimate the models as cross-sections rather than panels with firm-fixed effects, since the key independent variables, especially blockholder variables, would be eliminated due to their time-invariant nature.

$$\begin{aligned}
P_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 ABVPS_{i,t} + \alpha_2 AEPS_{i,t} + \alpha_3 RD_Exp_Exp_{i,t} + \alpha_4 RD_Cap_Cap_{i,t} \\
& + \alpha_5 RD_Exp_Cap_{i,t} + \alpha_6 GovVar + \alpha_7 GovVar * RD_Exp_Exp_{i,t} \\
& + \alpha_8 GovVar * RD_Cap_Cap_{i,t} + \alpha_9 GovVar * RD_Exp_Cap_{i,t} \\
& + \sum Year_{i,t} + \sum Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \tag{2}$$

where all variables are defined as before and *GovVar* refers to the respective corporate governance variable as explained above.³⁰ Generally, if corporate governance aspects can mitigate investor's concerns about managerial opportunism in R&D accounting disclosure, i.e. enhance the reliability of the accounting signal, we expect positive coefficients on the interaction terms, whereas an exacerbation of existing conflicts of interest and/or a decrease in reliability associated with the specific governance variable would result in negative coefficients.

The results of the regressions including the governance interactions are displayed in table 7. In columns 1 and 2 the effects for the existence of any blockholder and interactions with the R&D outlays are shown, respectively. Augmenting the value relevance equation with our blockholder dummy only, we detect a marginally significant share price premium for the existence of a blockholder. However, adding the interaction effects, this effect vanishes. Instead, we find that firstly, for firms without blockholder ownership the previously reported effects remain (as in table 5); capitalized R&D still has a negative coefficient, which, however, now has become highly significant. This means that in absence of a blockholder investors significantly negatively price the capitalization signal. Moreover, we find that all three interactions of the blockholder dummy and the R&D variables are highly significant. The existence of a blockholder appears to amplify the positive perception of expensed R&D by expensers. Regarding capitalizers, the existence of a blockholder ameliorates the negative perception of capitalized R&D, even though the joint effect stays negative; for expensed R&D by capitalizers the interaction effect is negative, i.e. in the presence of a blockholder investors seem to value expensed R&D somewhat less, even though the joint effect still is positive. Thus, overall the role of blockholders on the perception of R&D outlays seems to depend on the accounting type. While for expensers the already existing positive effect is amplified, for capitalizers the general value relevance of R&D outlays is somewhat lessened, i.e. there are ambiguous effects.

³⁰ The respective governance variables are blockholder ownership (any, insider and outsider), per-share bonus-type compensation, and audit committee formation and activity. See also appendix A for a definition of variables.

To investigate the role of blockholder identity, we start with the effects of insider blockholders. In column 3 we find no effect when only including the insider blockholding dummy. Moreover, the three R&D variables remain qualitatively unaltered. When the interaction effects (column 4) are added, we find that without an insider owner the previously reported effects are still in place, even though capitalized R&D now is marginally significantly negative. For firms with an insider owner, we find that the already strongly positive effect of R&D expenses for expensers is further increased significantly. Capitalized R&D is not significantly affected in the presence of an insider owner. Finally, for expensed R&D of capitalizers we find the joint effect of expensed R&D to be marginally significantly reduced, but to remain positive.

[Insert Table 7 about here]

Turning to the effect of outside blockholders, we find no significance for the indicator variable itself and no qualitative change for the R&D variables (column 5). Including the interaction terms, the R&D variables showing the effects for firms without an outside blockholder remain qualitatively unaffected. Looking at the interaction effects (column 6), however, expensed R&D by expensers is affected strongly positively, i.e. investors accord higher value to the R&D outlays of strictly expensing firms if an outside blockholder is present. For capitalizers, the amount of capitalized R&D now contributes significantly positively to share prices, whereas the effect of expensed R&D remains unchanged. This means, that the overall credibility and assessment of the R&D accounting signal is improved if an outside blockholder is present. Apparently, with regard to R&D accounting outside blockholders are perceived to be devoid of conflicts of interest, but rather to fulfill an important monitoring role.

To summarize and interpret the effects of blockholder ownership on R&D value relevance, we believe that our results may reflect different equilibria. For expenser firms, apparently perceived as credible, R&D outlays are attributed even stronger positive value relevance if a blockholder is present. For capitalizers, possibly firms that investors have reservations towards because of potential earnings management motives, the existence of any blockholder has ambiguous effects; if an inside owner, possibly associated with agency problems, is present the value relevance of the accounting signal becomes even weaker; outside blockholders in turn seem to be perceived as credible monitors as their presence strongly increases the positive value relevance of capitalized R&D. Thus, we find that the effects of blockholder owner-

ship vary with R&D accounting type (expensers versus capitalizers) as well as, concerning capitalizing firms, blockholder type (insider versus outsiders).

Looking at bonus-type compensation we find the simple inclusion of this variable (column 7) to be highly positive and significant, i.e. in general higher bonus compensation is associated with higher share prices. Furthermore, while expensed R&D by expensers is largely unaffected, for capitalizers the expensed amount loses its statistical significance. Looking at the interaction effects (column 8), we only find a (marginally) significantly negative effect for expensed R&D by capitalizers. This means that while the market perception of R&D for expensing firms remains virtually unaltered when bonus-type compensation is controlled for, for capitalizers a (per-share) increase in bonus-type compensation is associated with a reduction in value relevance of expensed R&D. While the effect is only marginally statistically significant prohibiting a definitive interpretation, this may possibly reflect that for seemingly dubious capitalizer firms investors associate (higher) bonus-type compensation with (increasing) earnings management motives regarding R&D accounting and, consequently, assess this signal negatively.

Looking at the role of audit committee formation, in columns 9 and 10 we find the existence of an audit committee per se to be without value relevance; moreover, the coefficients of the R&D variables remain qualitatively unaffected. However, when looking at the interaction effects (column 10) audit committee formation seems to affect positively the market's perception of R&D outlays for expensers. The interaction of expensed R&D by expensers and audit committee existence is significantly positive, overall leading to a more positive value relevance of these R&D outlays. Turning to capitalizers, for firms without an audit committee capitalized R&D seems to be valued marginally significantly negatively, i.e. if there is no audit committee investors seem to interpret capitalized R&D outlays as harmful to share prices. Possibly this indicates that the absence of an audit committee confirms and strengthens investors' preexisting reservations towards capitalization of R&D. For firms with an audit committee, the joint effect of capitalized R&D remains essentially unaltered (if not significant). If audit committee existence is considered expensed R&D by capitalizers loses its value relevance at conventional levels of statistical significance.

Finally, concerning audit committee meeting frequency, column 11 shows no individually significant effect, but in column 12 we find above median activity to significantly positively affect the value relevance of expensed R&D by expensers, while all R&D outlays of capitalizers remain unaffected. Thus, overall we find the audit committee to play its expected

role in increasing the reliability of financial information, especially for already credible firms (expensers).

Taken together, we find that our results differ with regard to R&D accounting type, i.e. strictly expensing versus capitalizing firms. Furthermore, the regressions including our corporate governance proxies reflect the partly ambiguous nature of most governance mechanisms. Thus, for expensing firms stronger corporate governance, as measured by blockholding and audit committee existence and higher audit committee activity, always leads to higher value relevance, i.e. investors seem to accord higher prices to the R&D activities of strictly expensing firms. For capitalizing firms the governance aspects have ambiguous effects, i.e. they partly seem to enhance value relevance and partly seem to impair it. In our view this is due to the fact that most governance mechanisms (especially blockholding and executive compensation) are not uniformly beneficial or detrimental from the point of view of dispersed investors, but rather are ambiguous by nature. Thus, all in all we find hypothesis H2 to be supported while the role of corporate governance for the value relevance of R&D seems to vary with firm type and accounting treatment.

4.3 Determinants of R&D Capitalization and Endogeneity Concerns

A potential concern associated with above investigations is the issue of a selection bias, i.e. the fact that a firm's behavior whether or not to capitalize R&D outlays could be endogenously determined by the costs and benefits associated with the reporting method. Therefore, above associations may reflect the market's assessment of a firm's characteristics rather than the accounting behavior itself (Cazavan-Jeny and Jeanjean, 2006). We address this concern using a two stage treatment effects model (Heckman, 1979). In the first stage the decision to capitalize or not is modeled by the following probit regression:

$$\begin{aligned}
 RDCap_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Size_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} + \alpha_3 RD + \alpha_4 Lev + \alpha_5 Capex + \alpha_6 ROA_Var \\
 & + \alpha_7 RD_Var + \alpha_8 Chg_EPS + \sum Year_{i,t} + \sum Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{3}$$

where *RDCap* is a binary indicator variable taking on the value of 1 if a firm capitalizes R&D and 0 otherwise. The choice of determinants is motivated by extant research (Aboody and Lev, 1998; Cazavan-Jeny and Jeanjean, 2006; Cazavan-Jeny, et al., 2011; Healy et al., 2002). As capitalization results in an increase in profitability, improved leverage ratios and smoother earnings patterns, we expect that capitalization, if applied opportunistically, is preferred by firms with low profits, high leverage ratios and earnings volatility (Cazavan-Jeny

and Jeanjean, 2006; White et al., 2002). Thus, the probit regression also helps us to test whether management capitalizes R&D expenditures for earnings management purposes. To this end, we include *ROA*, *RD*, *Lev*, *ROA_Var*, *RD_Var*, and *Chg_EPS*, with *ROA* defined as a firm's EBIT scaled by total assets, *Lev* as a firm's total financial debt scaled by total assets, *ROA_Var* as the variation coefficient of *ROA*, *RD_Var* as the variation coefficient of *RD*. *Chg_EPS* is the relative change in *EPS* compared to the prior fiscal year. We also include *Size* (defined as natural logarithm of a firm's total assets) since larger firms are expected to expense more R&D related costs than smaller firms, because the former tend to allocate more resources to basic research and upgrades of their product portfolio (Aboody and Lev, 1998). However, we also argue that larger firms are more likely to capitalize due to their ability to devote more resources to R&D which increases, i.a., the probability of successful research projects. Finally and following Aboody and Lev (1998) and Cazavan-Jeny and Jeanjean (2006) we include R&D outlays scaled by total assets (*RD*), *Capex*, defined as capital expenditures scaled by total assets and year and industry dummies as control variables.

Results for the determinants of R&D capitalization are displayed in Panel A of table 8. We find that bigger firms, firms with higher R&D outlays, more variable R&D outlays and a bigger change in earnings are significantly more likely to capitalize, whereas more profitable firms are less likely to do so. These findings, as already suggested by our main analyses, indicate that R&D capitalization is rather used opportunistically rather than as intended by the standard, thus compromising financial statement reliability. In the second step we rerun the value relevance regression model augmented by the Inverse Mills ratio obtained from the probit regression. This approach results in the following model controlling for potential self-selection:

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ABVPS_{i,t} + \alpha_2 AEPS_{i,t} + \alpha_3 RD_Exp_Exp_{i,t} + \alpha_4 RD_Cap_Cap_{i,t} + \alpha_5 RD_Exp_Cap_{i,t} + IMR + \sum Year_{i,t} + \sum Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

where all variables are defined as above and *IMR* is the Inverse Mills ratio resulting from above probit regression. We find that the coefficient of *IMR* is insignificant and that all our results are statistically and qualitatively unaffected (Panel B of table 8). Throughout, the same is true when adding the Inverse Mills ratio to our governance value relevance regressions (unreported), i.e., self-selection does not appear to be a problem in our analyses.³¹

³¹ As corporate governance might also have an effect on the implicit accounting choice to capitalize or expense, we add our entire set of governance variables to equation (3) and rerun above two stage treatment effects model. The results reveal that only *Block (Out_Block)* and *AC_MF* are significantly associated with RDCap. More im-

[Insert Table 8 about here]

5. Summary and Conclusion

In this paper we analyze a recent sample of the largest German quoted companies: firstly, we wish to examine the value relevance of the per share amounts of IAS 38 expensed and capitalized R&D amounts, respectively; secondly, because prior literature, the German institutional environment and our results indicate that the reliability of the R&D accounting signals may be dubious due to general investor reservations and earnings management motives on the part of management, we investigate the role corporate governance aspects play for the value relevance of R&D outlays.

First of all, in contrast to the expectation suggested by the criteria underlying capitalization according to IAS 38, we find no value relevance of capitalized R&D, but significantly positive value relevance of expensed R&D. This means that while general R&D activity seems to be valuable from an investor's point of view, investors seem to discard the signal conveyed by capitalization. Given the existing empirical literature as well as a large body of German normative accounting research, above results might indicate that management misapplies the standard, is perceived to engage in earnings management via R&D capitalization as well as more general investor reservations towards R&D capitalization. Especially the latter interpretation seems intuitive given that we find, expensed R&D by strictly expensing firms to be valued to a higher degree than expensed R&D by capitalizing firms; this might mean that possibly capitalizing firms in general are perceived as not being credible. I.a. this result sheds light on the ongoing debate regarding the relevance/reliability trade-off in suggesting that the successful efforts method as implemented in IAS 38 may in fact constitute an implicit option that may be abused for earnings management purposes and is not accepted at face value due to traditional investor reservations. Finally, from a more abstract perspective and when relating these findings to the existing literature, our results fit in with the evidence on a continuation of national patterns post IFRS, i.e. the idea that despite seemingly uniform accounting standards there remain differences between countries and legal traditions (Kvaal and Nobes, 2012; Liao et al., 2012; Nobes, 2011).

Secondly, given above results we test the role of corporate governance in the form of ownership, executive compensation, and audit committee for the value relevance of R&D. Thereby, the underlying idea is that concerns regarding the reliability of accounting infor-

portantly, however, the Inverse Mills ratio is insignificant and its inclusion does not change our main findings suggesting that the results are not affected by an endogeneity bias.

mation may be affected by a firm's corporate governance while bearing in mind the partly inherently ambiguous nature of corporate governance mechanisms. Here, we find that the effect of our governance dimensions differs with regard to firm type (expensers vs. capitalizers) and accounting treatment. Generally, for expensing firms seemingly perceived as credible the existence of any blockholder (regardless of whether insider or outsider) and the existence and activity of an audit committee lead to a stronger positive value relevance of R&D outlays. For capitalizing firms, however, while the effect of general blockholding is ambiguous, outside blockholders (possibly devoid of earnings management motives) highly significantly positively affect the credibility of capitalized R&D, whereas inside blockholders (possibly with conflicting incentives) fail to achieve a similar effect. Bonus-type compensation is associated with a marginal decrease in value relevance of expensed R&D. Finally, for capitalizing firms that do not form an audit committee, their capitalized R&D is marginally significantly negatively value relevant. Consequently, we deliver evidence indicating that selected aspects of corporate governance may indeed affect the value relevance of R&D accounting information.

These results are of importance for a number of stakeholders of financial accounting, especially standard setters and investors. Thus, we show that (unlike the mainly supportive evidence dominating the empirical literature) the discretionary leeway accorded by IAS 38 to preparers may not necessarily lead to higher quality financial statements, but that the reporting outcome is also influenced by the reporting environment, its traditions and preexisting reservations. This implies i.a. that standard setters might take into account national peculiarities rather than imposing accounting treatments derived from experiences in different institutional environments. Furthermore, we provide evidence that (strong) corporate governance does not have uniform effects, but that the working of corporate governance mechanisms is itself conditional on the conflicts of interest dominating a given firm, which might be of interest for investors, financial intermediaries alike.

Our study is subject to a few caveats. Firstly, in general, there exists criticism on the value relevance approach with corresponding implications for the informative value of our research (e.g. Holthausen and Watts, 2001). Even though several authors (e.g. Barth et al., 2001) do not agree with the opposing arguments, we note that the information content of accounting numbers is not solely explicable through its statistical relations to stock prices. More specifically, we acknowledge that our results may be affected by a number of potential biases, i.a. with regard to endogeneity, the role of IAS 38 impairments, different capitalizer groups and time effects (i.a. resulting from changes in investors reservations). While we employ a host of robustness checks directly addressing above issues and neither of them indicating

cause for concern, we are aware that the existence of further potential distortions, but also alternative interpretations, cannot be ruled out completely. Finally, while we base our analyses on a large sample of the biggest German companies, the fact that key information has to be collected manually prevents us from analyzing the entire German market, thereby somewhat limiting the generality of our findings. Therefore, our overall findings should be interpreted with caution.

References

- Abbott, L.J., Parker, S., Petersen, G.F., 2004. Audit committee characteristics and restatements. *Auditing-J. Pract. Th.* 23, 69–87.
- Aboody, D., Lev, B., 1998. The value relevance of intangibles: the case of software capitalization. *J. Accounting Res.* 36, 161–191.
- Ahmed, K., Falk, H., 2006. The value relevance of management's research and development reporting choice: evidence from Australia. *J. Account. Public Pol.* 25, 231–264.
- Andres, C., 2008. Large shareholders and firm performance - an empirical examination of founding-family ownership. *J. Corp. Financ.* 14, 431–445.
- Barclay, M.J., Holderness, C.G., 1989. Private benefits from control of public corporations. *J. Financ. Econ.* 25, 371–395.
- Barth, M.E., Beaver, W.H., Landsman, W.R., 2001. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *J. Account. Econ.* 31, 77–104.
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M., 2003. Executive compensation as an agency problem. *J. Econ. Perspect.* 17, 71–92.
- Berle, A.A., Means, G., 1932. *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New York.
- Bhagat, S., Bolton, B., Romano, R., 2008. The promise and peril of corporate governance indices. *Columbia Law Rev.* 108, 1803–1882.
- Boone, J., Raman, K.K., 2001. Off-balance sheet R&D assets and market liquidity. *J. Account. Public Pol.* 20, 97–128.
- Brown, P., Beekes, W., Verhoeven, P., 2011. Corporate governance, accounting and finance: a review. *Account. Financ.* 51, 96–172.
- Callimaci, A., Landry, S., 2004. Market valuation of research and development spending under Canadian GAAP. *Can. Account. Perspect.* 3, 33–54.
- Cazavan-Jeny, A., Jeanjean, T., 2006. The negative impact of R&D capitalization: a value relevance approach. *Eur. Account. Rev.* 15, 37–61.
- Cazavan-Jeny, A., Jeanjean, T., Joos, P., 2011. Accounting choice and future performance: the case of R&D accounting in France. *J. Account. Public Pol.* 30, 145–165.
- Chung, R., Firth, M., Kim, J.-B., 2002. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *J. Corp. Financ.* 8, 29–48.
- Delvaile, P., Ebbers, G., Saccon, C., 2005. International financial reporting convergence: evidence from three Continental European countries. *Account. Eur.* 2, 137–164.
- Eierle, B., 2005. Differential reporting in Germany - a historical analysis. *Account, Bus. Financ. Hist.* 15, 279–315.
- Farber, D. B., 2005. Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter? *Account. Rev.* 80, 539–561.
- Goergen, M., Manjon, M. C., Renneboog, L., 2008. Recent developments in German corporate governance. *Int. Rev. Law Econ.* 28, 175–193.
- Goncharov, I., Werner, J.R., Zimmermann, J., 2006. Does compliance with the German Corporate Governance Code have an impact on stock valuation? An empirical analysis. *Corp. Gov.* 14, 432–445.
- Guay, W. R., Kothari, S. P., Watts, R. L., 1996. A market-based evaluation of discretionary accrual models. *J. Accounting Res.* 34, 83–105.

- Haller, A., Wehrfritz, M., 2013: The impact of national GAAP and accounting traditions on IFRS policy selection: Evidence from Germany and the UK. *J. Int. Account. Audit. Tax.* 22, 39–56.
- Han, B. H., Manry, D., 2004. The value-relevance of R&D and advertising expenditures: evidence from Korea. *Int. J. Account.* 39, 155–173.
- Healy, P. M., Myers, S. C., Howe, C. D., 2002. R&D accounting and the tradeoff between relevance and objectivity. *J. Account. Res.* 40, 677–710.
- Heckman, J.J., 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica.* 47, 153–161.
- Holthausen, R.W., Watts, R.L., 2001. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *J. Account. Econ.* 31, 3–75.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3, 305–360.
- Jensen, M.C. & Murphy, K.J., 2004. Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. ECGI Working Paper 44/2004.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G., Whale, D., 2007. Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? *J. Account. Public Pol.* 26, 497–522.
- Klein, A., 1998. Firm performance and board committee structure. *J. Law Econ.* 41, 275–304.
- Kvaal, E., Nobes, C., 2012. IFRS policy changes and the continuation of national patterns of IFRS practice. *Eur. Account. Rev.* 21, 343–371.
- Larcker, D.F, Richardson, S.A., Tuna, I., 2007. Corporate governance, accounting outcomes and organizational performance. *Account. Rev.* 82, 963–1008.
- Lev, B., Sougiannis, T., 1996. The capitalization, amortization and value-relevance of R&D. *J. Account Econ.* 21, 107–138.
- Lev, B., Zarowin, P., 1999. The boundaries of financial reporting and how to extend them. *J. Account. Res.* 37, 353–385.
- Liao, Q, Sellhorn, T., Skaife, H.A., 2012. The cross-country comparability of IFRS earnings and book values. Evidence from France and Germany. *J. Int. Account. Res.* 11, 155–184.
- Markarian, G, Pozza, L., Prencipe, A., 2008. Capitalization of R&D costs and earnings management: evidence from Italian listed companies. *Int. J. Account.* 43, 264–267.
- Moxter, A., 1979. Immaterielle Anlagewerte im neuen Bilanzrecht. *Betriebs-Berater.* 34, 1102–1109.
- Nixon, B., 1997. The accounting treatment of research and development expenditure: views of UK accountants. *Eur. Account. Rev.* 6, 265–277.
- Nobes, C., 2006. The survival of international differences under IFRS: Towards a research agenda. *Account. Bus. Res.* 36, 233–245.
- Nobes, C., 2011. IFRS practices and the persistence of accounting system classification. *Abacus.* 47, 267–283.
- Ohlson, J.A., 1995. Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemp. Account. Res.* 11, 661–687.
- Oswald, D.R., 2008. The determinants and value relevance of the choice of accounting for research and development expenditures in the United Kingdom. *J. Bus. Finan. Account.* 35, 1–24.

- Oswald, D.R., Zarowin, P., 2007. Capitalization of R&D and the informativeness of stock prices. *Eur. Account. Rev.* 16, 703–726.
- Piot, C., Janin, R., 2007. External auditors, audit committees and earnings management in France. *Eur. Account. Rev.* 16, 429–454.
- Prencipe, A., Markarian, G., Pozza, L., 2008. Earnings management in family firms: evidence from R&D cost capitalization in Italy. *Fam. Bus. Rev.* 21, 71–88.
- Ringleb, H.-M, Kremer, T., Lutter, M., v. Werder, A., 2008. *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, C.H. Beck, München.
- Rogers, W. H., 1994. Regression standard errors in clustered samples. *Stata Technical Bulletin*. 3, 19–23.
- Shleifer, A., Vishny, R.W., 1986. Large shareholders and corporate control. *J. Polit. Econ.* 94, 461–488.
- Shleifer, A., Vishny, R.W., 1989. Management entrenchment : the case of manager-specific investments. *J. Financ. Econ.* 25, 123–139.
- Shleifer, A., Vishny, R.W., 1997. A survey of corporate governance. *J. Financ.* 52, 737–783.
- Song, C.Y, Thomas, W.B., Yi, H., 2010. Value relevance of FAS No. 157 fair value hierarchy information and the impact of corporate governance mechanisms. *Account. Rev.* 85, 1375–1410.
- Thi, T. D., Schultze, W., 2011. Capitalizing research & development and 'other information': the incremental information content of accruals versus cash flows. *J. Manag. Control.* 22, 241–278.
- Tsoligkas, F., Tsalavoutas, I., 2011. Value relevance of R&D in the UK after IFRS mandatory implementation. *Appl. Financ. Econ.* 21, 957–967.
- Tutticci, I., Krishnan, G. Percy, M., 2007. The role of external monitoring in firm valuation: the case of R&D capitalization. *J. Intern. Account. Res.* 6, 83–107.
- Wehrheim, M., Fross, I., 2010. Erosion handelsrechtlicher GoB durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft.* 80, 71–109.
- White, G.I, Sondhi, A.C., Fried, D., 2002. *The analysis and use of financial statements*, John Wiley & Sons Ltd., New York.
- Wyatt, A., 2005. Accounting recognition of intangible assets: theory and evidence on economic determinants. *Account. Rev.* 80, 967–1003.
- Xie, B., Davidson, W.N., DaDalt, P.J., 2003. Earnings management and corporate governance: the role of the board and audit committee. *J. Corp. Financ.* 9, 295–316.
- Zhao, R., 2002. Relative value relevance of R&D reporting: an international comparison. *J. Int. Financ. Manag. Account.* 13, 153–174.

Appendix A

Variable	Definition	Source
<i>Price</i>	Share Price, measured 3 months after fiscal year end	Datastream
<i>BVPS</i>	Book value per share	Datastream
<i>EPS</i>	Earnings per share	Datastream
<i>ABVPS</i>	Book value per share adjusted for R&D activity	Datastream
<i>AEPS</i>	Earnings per share adjusted for R&D activity	Datastream
<i>RD_Exp_Exp</i>	Per share amount of expensed R&D for expensing firms	Annual Reports
<i>RD_Cap_Cap</i>	Per share amount of capitalized R&D for capitalizing firms	Annual Reports
<i>RD_Exp_Cap</i>	Per share amount of expensed R&D for capitalizing firms	Annual Reports
<i>RD_Cap</i>	Binary indicator variable taking the value of 1 if a firm capitalizes R&D and 0 otherwise	Annual Reports
<i>Block</i>	Binary indicator variable taking on the value of 1 if any blockholder (25%) is present and 0 otherwise	Hoppenstedt Aktienfuehrer
<i>Ins_Block</i>	Binary indicator variable taking on the value of 1 if a familiy or managerial blockholder (25%) is present (insider blockholder) and 0 otherwise	Hoppenstedt Aktienfuehrer
<i>Out_Block</i>	Binary indicator variable taking on the value of 1 if a blockholder (25%) that is not managerial or family (outsider blockholder) is present and 0	Hoppenstedt Aktienfuehrer
<i>Bonus_Comp</i>	Bonus compensation; per share amount of variable short and long-term cash-settled incentives	Annual Reports
<i>Audit_Com</i>	Binary indicator variable taking on the value of 1 if the firm has formed an audit committee and 0 otherwise	Annual Reports
<i>AC_MF</i>	Binary indicator variable taking on the value of 1 if a firms audit committee has an above median meeting frequency and 0 otherwise	Annual Reports
<i>Size</i>	Natural logarithm of total assets	Datastream
<i>ROA</i>	The sum of EBIT and R&D expenses divided by total assets	Datastream
<i>RD</i>	Total R&D investment divided by total assets	Datastream
<i>Lev</i>	Total financial debt divided by total assets	Datastream
<i>Capex</i>	Capital expenditures divided by total assets	Datastream
<i>ROA_Var</i>	Standard deviation of ROA divided by the expected value of ROA	Datastream
<i>RD_Var</i>	Standard deviation of RD divided by the expected value of RD	Datastream
<i>Chg_EPS</i>	Relative change of EPS compared to the previous period	Datastream
<i>IAS38_Imp</i>	Per share amount of impairment losses on capitalized R&D outlays	Annual Reports
<i>RD_Int</i>	R&D intensity; amount of R&D expenditures scaled by net sales	Datastream
<i>Cap_10%</i>	Binary indicator variable taking on the value of 1 if the average capitalized amount of R&D expenditures over our sample period is smaller than ten percent and 0 otherwise	Annual Reports
<i>Cap_60%</i>	Binary indicator variable taking on the value of 1 if the average capitalized amount of R&D expenditures over our sample period is larger than 60 percent and 0 otherwise	Annual Reports

Table 1. R&D accounting treatments

Accounting regime	Standards	R&D expensed as incurred		R&D capitalized		
		General rule	Disclosed separately	Allowed	Option	Amortization and impairment
Old German GAAP	par. 248 subpar. 2 old version	Yes	Yes	No	-	-
New German GAAP (effective in 2009)	par. 248 subpar. 2 new version	Yes	Yes	Yes, subject to conditions	Yes	Period of useful life
US GAAP	ASC 730-10-25-1	Yes	Yes	No	-	-
	ASC 985-20-25-3	Yes	Yes	Yes, software production costs, if technological feasibility established	Yes	Amortized over useful life
IAS/IFRS	IAS 38.51-.67; IAS 38.89 IAS 38.108	Yes	Yes	Yes, subject to conditions	No	Amortized over useful life if useful life is finite, impairment if useful life is indefinite

Table 2. Industry distribution

Industry classification	# of obs	%	# of capitalizers	%	# of expensers	%
Basic materials	40	13%	26	65%	14	35%
Consumer goods	60	20%	40	67%	20	33%
Consumer services	10	3%	5	50%	5	50%
Healthcare	36	12%	31	86%	5	14%
Industrials	99	33%	86	87%	13	13%
Oil & gas	20	7%	15	75%	5	25%
Technology	23	8%	5	22%	18	78%
Telecommunications	5	2%	5	100%	0	0%
Utilities	9	3%	9	100%	0	0%
Total	302	100%	222	74%	80	26%

This table shows the distribution of the sample by industry, both for the entire sample and the capitalizer/expenser subsamples.

Table 3. Descriptive statistics: main economic characteristics

Variables	N	Mean	Std. dev.	Min	Quantiles			Max
					<	Median	>	
					0.25	Median	0.75	
<i>Panel A: Whole Sample</i>								
Total Assets (million EUR)	302	19,900	38,900	54	802	2,649	15,000	195,000
Market Capitalization (million EUR)	302	10,800	17,800	53	836	2,489	11,100	100,000
Total Sales (million EUR)	302	14,600	26,100	33	802	2,570	12,700	152,000
Leverage	302	0.56	0.17	0.11	0.46	0.60	0.69	0.86
RD_Int	302	0.06	0.08	0.00	0.01	0.03	0.07	0.50
ABVPS	302	52.90	92.57	1.56	12.66	27.33	62.23	683.27
AEPS	302	0.67	4.23	-15.70	-0.31	0.56	2.36	13.17
<i>Panel B: Capitalizers</i>								
Total Assets (million EUR)	222	25,300	44,000	54	800	2,803	24,300	195,000
Market Capitalization (million EUR)	222	12,300	19,700	53	593	1,998	13,100	100,000
Total Sales (million EUR)	222	18,200	29,500	33	796	2,659	20,100	152,000
Leverage	222	0.59	0.17	0.11	0.51	0.62	0.71	0.86
RD_Int	222	0.06	0.09	0.00	0.01	0.04	0.07	0.50
ABVPS	222	56.28	103.13	1.56	11.59	30.75	64.20	683.27
AEPS	222	0.34	3.99	-15.70	-0.66	0.34	1.89	13.17
<i>Panel C: Expensers</i>								
Total Assets (million EUR)	80	4,912	6,071	143	838	2,152	7,717	29,100
Market Capitalization (million EUR)	80	6,563	10,000	292	1,566	2,754	6,700	49,100
Total Sales (million EUR)	80	4,887	5,643	172	874	2,417	6,592	23,300
Leverage	80	0.50	0.17	0.13	0.36	0.51	0.66	0.82
RD_Int	80	0.04	0.04	0.00	0.01	0.03	0.05	0.15
ABVPS	80	43.52	52.67	2.87	13.82	22.89	40.40	253.65
AEPS	80	1.61	4.76	-15.46	0.30	1.27	3.40	13.17

This table presents the descriptive statistics for the main economic characteristics. For variable definitions see Appendix A.

Table 4. Correlation coefficients

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>1: Price</i>		0.73	0.45	0.28	-0.01	0.05	0.20	0.29	-0.05	0.57	-0.05	0.00
<i>2: ABVPS</i>	0.75		0.25	0.00	0.24	0.29	0.07	0.09	0.00	0.39	0.12	0.18
<i>3: AEPS</i>	0.09	-0.11		0.23	-0.26	-0.36	0.23	0.17	0.10	0.37	-0.02	-0.13
<i>4: RD_Exp_Exp</i>	0.55	0.20	-0.22		-0.66	0.75	0.23	0.20	0.08	0.31	-0.08	-0.21
<i>5: RD_Cap_Cap</i>	0.52	0.86	-0.09	-0.06		0.73	-0.09	-0.07	-0.04	-0.11	0.00	0.20
<i>6: RD_Exp_Cap</i>	0.47	0.81	-0.36	-0.10	0.76		-0.17	-0.05	-0.16	-0.04	0.09	0.27
<i>7: Block</i>	0.19	0.10	0.15	-0.04	0.10	0.10		0.64	0.56	0.18	-0.20	-0.20
<i>8: Ins_Block</i>	0.28	0.19	0.07	0.01	0.18	0.24	0.64		-0.27	0.25	-0.41	-0.34
<i>9: Out_Block</i>	-0.07	-0.08	0.11	-0.06	-0.07	-0.12	0.56	-0.27		-0.05	0.19	0.12
<i>10: Bonus_Comp</i>	0.57	0.34	0.06	0.30	0.10	0.37	0.25	0.31	-0.01		-0.12	-0.17
<i>11: Audit_Com</i>	-0.12	0.05	0.05	-0.25	0.05	0.10	-0.20	-0.41	0.19	-0.04		0.64
<i>12: AC_MF</i>	-0.09	0.08	-0.11	-0.21	0.07	0.15	-0.20	-0.35	0.12	-0.13	0.67	

This table presents the correlation coefficients. Pearson correlation coefficients are displayed below, Spearman correlation coefficients above the diagonal. Statistical significance at the 10% level is indicated by bold coefficients. For variable definitions see Appendix A.

Table 5. Value relevance analysis of R&D outlays

	Predicted sign	(1) Price	(2) Price
<i>BVPS</i>	+	0.20 (3.45)***	
<i>EPS</i>	+	4.90 (2.69)***	
<i>ABVPS</i>	+		0.31 (3.52)***
<i>AEPS</i>	+		4.99 (3.84)***
<i>RD_Exp_Exp</i>	?		16.62 (6.89)***
<i>RD_Cap_Cap</i>	?		-4.06 (-1.32)
<i>RD_Exp_Cap</i>	?		4.15 (2.84)***
Time fixed effects		Included	Included
Industry fixed effects		Included	Included
Constant		23.53 (5.99)***	26.37 (3.87)***
Number of observations		302	302
<i>Adjusted R-square</i>		0.62	0.84

This table shows the value relevance of R&D outlays. T-statistics clustered at the firm level correcting for cross-sectional and time-series dependence as well as heteroskedasticity are displayed in parantheses. *, **, and *** indicate statistical significance at the 10%, 5% and 1% level, respectively. For variable definitions see Appendix A.

Table 6. Descriptive statistics: corporate governance variables

Variables	N	Mean	Std. dev.	Min	Quantiles			Max
					<		>	
					0.25	Median	0.75	
<i>Panel A: Whole Sample</i>								
<i>Block</i>	302	0.43	0.50	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
<i>Ins_Block</i>	302	0.24	0.43	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<i>Out_Block</i>	302	0.19	0.39	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<i>Bonus_Comp</i>	302	0.04	0.07	0.00	0.01	0.02	0.05	0.66
<i>Audit_Com</i>	302	0.84	0.37	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<i>AC_MF</i>	302	3.34	2.18	0.00	2.00	4.00	5.00	12.00
<i>Panel B: Capitalizers</i>								
<i>Block</i>	222	0.35	0.48	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
<i>Ins_Block</i>	222	0.18	0.39	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<i>Out_Block</i>	222	0.17	0.37	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<i>Bonus_Comp</i>	222	0.03	0.06	0.00	0.01	0.02	0.04	0.66
<i>Audit_Com</i>	222	0.86	0.35	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<i>AC_MF</i>	222	3.62	2.25	0.00	2.00	4.00	5.00	12.00
<i>Panel C: Expensers</i>								
<i>Block</i>	80	0.65	0.48	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
<i>Ins_Block</i>	80	0.39	0.49	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
<i>Out_Block</i>	80	0.26	0.44	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
<i>Bonus_Comp</i>	80	0.07	0.08	0.00	0.02	0.05	0.11	0.39
<i>Audit_Com</i>	80	0.79	0.41	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<i>AC_MF</i>	80	2.56	1.76	0.00	1.00	3.00	4.00	6.00

This table presents the descriptive statistics for the corporate governance variables. All blockholder variables are presented in relative proportions. The compensation variables are scaled by the numbers of shares outstanding (Datastream) and the audit variables are presented as raw data. For variable definitions see Appendix A.

Table 7. Value relevance analysis including corporate governance variables

Dependent variable is price	Predicted sign	Specific governance variable of interest					
		Block		Ins_Block		Out_Block	
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>ABVPS</i>	+	0.31 (3.35)***	0.31 (3.74)***	0.33 (4.17)***	0.31 (3.96)***	0.31 (3.78)***	0.34 (3.96)***
<i>AEPS</i>	+	4.70 (3.78)***	3.90 (4.85)***	4.60 (3.83)***	4.32 (4.45)***	4.98 (3.83)***	4.53 (3.85)***
<i>RD_Exp_Exp</i>	?	16.64 (7.13)***	14.56 (8.96)***	16.15 (7.75)***	15.26 (8.73)***	16.62 (7.12)***	15.57 (7.60)***
<i>RD_Cap_Cap</i>	?	-3.73 (-1.14)	-7.61 (-2.82)***	-4.39 (-1.44)	-5.22 (-1.78)*	-4.06 (-1.37)	-4.50 (-1.49)
<i>RD_Exp_Cap</i>	?	4.00 (2.75)***	7.34 (3.66)***	3.55 (2.74)***	6.07 (2.99)***	4.15 (2.99)***	3.61 (2.65)***
<i>GovVar</i>	?	7.91 (1.86)*	5.70 (1.39)	10.76 (1.66)	6.35 (0.97)	0.03 (0.01)	-11.07 (-1.64)
<i>GovVar * RD_Exp_Exp</i>	?		18.80 (3.70)***		14.61 (3.67)***		25.48 (3.31)***
<i>GovVar * RD_Cap_Cap</i>	?		6.04 (2.68)***		2.43 (0.98)		33.00 (3.26)***
<i>GovVar * RD_Exp_Cap</i>	?		-4.19 (-3.30)***		-2.70 (-1.86)*		-1.48 (-0.73)
Time fixed effects		Included	Included	Included	Included	Included	Included
Industry fixed effects		Included	Included	Included	Included	Included	Included
Constant		21.36 (3.13)***	21.15 (3.27)***	22.09 (2.65)**	22.86 (2.96)***	26.36 (3.96)***	28.09 (3.65)***
Number of observations		302	302	302	302	302	302
<i>Adjusted R-square</i>		0.85	0.88	0.85	0.87	0.84	0.85

Dependent variable is price	Predicted sign	Specific governance variable of interest					
		Bonus_Comp		Audit_Com		AC_MF	
		(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<i>ABVPS</i>	+	0.34 (4.12)***	0.32 (3.57)***	0.32 (4.18)***	0.33 (4.39)***	0.31 (3.68)***	0.31 (2.97)***
<i>AEPS</i>	+	3.24 (3.58)***	3.04 (3.42)***	4.94 (3.84)***	4.01 (4.07)***	5.01 (3.92)***	4.72 (3.85)***
<i>RD_Exp_Exp</i>	?	13.04 (7.53)***	11.62 (3.21)***	16.12 (7.28)***	13.76 (10.46)***	16.70 (7.22)***	15.66 (7.45)***
<i>RD_Cap_Cap</i>	?	0.48 (0.15)	-1.89 (-0.50)	-4.51 (-1.56)	-27.21 (-1.80)*	-3.99 (-1.34)	-4.09 (-0.57)
<i>RD_Exp_Cap</i>	?	0.53 (0.36)	2.70 (1.23)	4.08 (2.97)***	6.80 (1.24)	4.17 (2.89)***	2.56 (2.26)**
<i>GovVar</i>	?	178.94 (3.89)***	231.71 (3.20)***	-6.45 (-0.81)	-13.21 (-0.92)	0.18 (0.18)	-0.60 (-0.38)
<i>GovVar * RD_Exp_Exp</i>	?		7.70 (0.44)		12.16 (2.22)**		2.00 (1.80)*
<i>GovVar * RD_Cap_Cap</i>	?		7.71 (0.33)		23.82 (1.51)		0.13 (0.06)
<i>GovVar * RD_Exp_Cap</i>	?		-8.79 (-1.88)*		-3.27 (-0.54)		0.37 (0.91)
Time fixed effects		Included	Included	Included	Included	Included	Included
Industry fixed effects		Included	Included	Included	Included	Included	Included
Constant		22.33 (3.22)***	21.61 (3.07)***	30.10 (3.44)***	34.89 (2.52)**	26.03 (3.75)***	27.19 (3.33)***
Number of observations		302	302	302	302	302	302
<i>Adjusted R-square</i>		0.86	0.87	0.84	0.86	0.84	0.85

This table shows the value relevance of corporate governance aspects and R&D outlays. T-statistics clustered at the firm level correcting for cross-sectional and time-series dependence as well as heteroskedasticity are displayed in parantheses. *, **, and *** indicate statistical significance at the 10%, 5% and 1% level, respectively. For variable definitions see Appendix A.

Table 8. Self-selection of R&D capitalization

Panel A: First stage (dependent variable is RD_Cap)	
<i>Size</i>	0.40 (2.49)**
<i>ROA</i>	-9.53 (-5.42)***
<i>RD</i>	44.96 (5.07)***
<i>Lev</i>	1.15 (0.70)
<i>Capex</i>	-1.79 (-0.45)
<i>ROA_Var</i>	0.10 (0.14)
<i>RD_Var</i>	12.78 (5.03)***
<i>Chg_EPS</i>	0.32 (3.03)***
Time fixed effects	Included
Industry fixed effects	Included
Constant	-8.61 (-3.13)***
Number of observations	302
<i>Pseudo R-square</i>	0.47

Panel A presents the results of a first stage probit regression for the capitalization choice variable. The first stage probit model computes the Inverse Mills Ratio (IMR) which is included in the second stage equations under Panel B in order to adjust standard errors for selection bias. The dependent variable is *RD_CAP*. *, ** and *** indicate statistical significance at the 10%, 5%, and 1% level, respectively. For variable definitions see Appendix A.

Panel B: Second stage (dependent variable is Price)	
<i>ABVPS</i>	0.31 (3.46)***
<i>AEPS</i>	4.96 (3.78)***
<i>RD_Exp_Exp</i>	16.87 (7.14)***
<i>RD_Cap_Cap</i>	-3.97 (-1.30)
<i>RD_Exp_Cap</i>	4.03 (2.60)**
Inverse Mills ratio	1.78 (0.45)
Time fixed effects	Included
Industry fixed effects	Included
Constant	26.77 (4.06)***
Number of observations	302
<i>Adjusted R-square</i>	0.84

Panel B provides ordinary least squares regression analysis (based on heteroskedasticity-robust standard errors adjusted for self-selection bias). *, ** and *** indicate statistical significance at the 10%, 5%, and 1% level, respectively. For variable definitions see Appendix A.

Teil 6

Berichterstattung und Determinanten der Geschäfte mit nahe stehenden Personen nach IAS 24 – empirischer Befund der HDAX- und SDAX-Unternehmen

**Berichterstattung und Determinanten der Geschäfte mit nahe stehenden
Personen nach IAS 24 – empirischer Befund der HDAX- und SDAX-
Unternehmen**

Christian Engelen, M.Sc., B.Sc.

ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Seminar für Allgemeine BWL und Wirtschaftsprüfung
(Treuhandsseminar) der Universität zu Köln

Dipl.-Kfm. Christian Drefahl

ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter an o.g. Lehrstuhl

Für wertvolle Hinweise und Kommentare danken wir Markus Diller, Christoph Kuhner, Christoph Pelger, Thomas Schildbach, Reiner Quick sowie Teilnehmern des Doktorandenseminars an der Universität zu Köln 2012, der Jahrestagung der Abteilung Rechnungswesen des VHB 2013 und des Doktorandenseminars an der Universität Passau 2013.

Erschienen in:

*Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung, 13. Jg.
(2013), S. 460-468.*

I. Einleitung

Eine Reihe von Unternehmensskandalen und -zusammenbrüchen zu Beginn der 2000er Jahre hat die Gefahr von Betrugsfällen durch fehlerhafte Rechnungslegung und Schwächen der Corporate Governance aufgezeigt. Hierbei wurden Geschäfte mit nahe stehenden Personen (*Related Party Transactions*, RPT) als eine wesentliche Ursache ausgemacht, was die potenzielle Gefahr dieser, möglicherweise zu nicht marktüblichen Konditionen abgewickelten, Geschäfte verdeutlicht.¹

RPT sind grundsätzlich als Transaktionen zwischen berichterstattendem Unternehmen und nahe stehenden Parteien² definiert. Die wesentliche Sorge ist hierbei, dass diese Geschäfte zu betrügerischen Zwecken genutzt, bzw. nur unzulänglich offengelegt werden können.³ Wenn die angesprochenen Betrugsfälle auch fraglos extreme Beispiele darstellen, ist gleichzeitig festzuhalten, dass RPT mit Personen ein verbreitetes Phänomen darstellen und in ihren ökonomische Auswirkungen nicht zu unterschätzen sind.⁴

Standardsetzer, Regulierungsbehörden und *Enforcement*-Institutionen haben die potenzielle Gefahr von RPT erkannt. Im Bereich der Rechnungslegung kapitalmarktorientierter Unternehmen verlangt der IAS 24 die Offenlegung von Beziehungen zu und Geschäften mit nahe stehenden Unternehmen und Personen. Auf regulatorischer Ebene sind beiderseits des Atlantiks Maßnahmen im Hinblick auf RPT ergriffen worden.⁵ Im deutschen institutionellen Umfeld fordert z.B. der Deutsche Corporate Governance Kodex, verankert in § 161 AktG, die Offenlegung von Interessenkonflikten von Vorstand und Aufsichtsrat (Artikel 4.3.4 respektive 5.5 DCGK) wie sie sich etwa aus Geschäften mit nahe stehenden Personen ergeben.⁶ Bezüglich der Überwachung der Rechnungslegung hat die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung RPT im Jahr 2008 zum Fokus ihrer Untersuchungen gemacht; RPT-Offenlegungen ge-

¹ Zu nennen wären hier beispielhaft die Fälle Enron, WorldCom und Parmalat. Vgl. Küting/Seel, KoR 2008 S. 227 ff. und Ruhnke/Kisseleva, WPg 2012 S. 1079 f.

² Hierzu zählen insbesondere Tochter-, Schwester-, Mutter-, und Gemeinschaftsunternehmen, Anteilseigner, Management in Schlüsselpositionen und deren Angehörige.

³ Vgl. Gordon/Henry/Louwers/Reed, Accounting Horizons 2007 S. 82.

⁴ Vgl. u.a. McCahery/Vermeulen, in: Hopt/Wymeersch (Hrsg.), Corporate Governance in Context, 2005, S. 217., Kohlbeck/Mayhew, Journal of Accounting and Public Policy 2010 S. 120 ff., Ryngaert/Thomas, Journal of Accounting Research 2012 S. 856 ff.

⁵ So ist für die USA als Beispiel einer regulatorischen Konsequenz das umfassende Verbot der Kreditvergabe an das leitende Management gemäß section 402 des Sarbanes-Oxley Act zu nennen. Vgl. hierzu auch Kahle/Shastri, Journal of Financial and Quantitative Analysis 2004 S. 792 und Cullinan/Durnev/Wright, Journal of Accounting and Public Policy 2006 S. 486. Auch auf europäischer Ebene wurde u.a. die Bedeutung eines transparenten Umgangs mit RPT betont, vgl. Mitteilung der Kommission Kom(2004)611 endgültig vom 27.09.2004 S. 5 ff. Zudem erwägt die EU Kommission, dass ab gewissen Schwellenwerten einer RPT eine Bewertung durch unabhängige Berater, bzw. eine Abstimmung auf der Hauptversammlung zu erfolgen hat. Vgl. Drygala, AG 2013 S. 206.

⁶ Vgl. Ringleb/Kremer/Lutter/von Werder, Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex, 3. Aufl. 2008, Rdn. 821 ff., sowie 1112 ff.

hören wiederholt zu den häufigsten berichteten Fehlern.⁷ Somit zeigt sich, dass RPT von regulatorischer Seite bereits besondere Aufmerksamkeit zukommt.

Im Gegenzug ist jedoch festzustellen, dass RPT in der normativen wie empirischen Rechnungslegungsforschung lange Zeit vernachlässigt wurden.⁸ Im deutschen Umfeld liefern etwa von Keitz (2005) und Küting/Seel (2008) deskriptive Befunde der Offenlegungspraxis deutscher Großunternehmen.⁹ Ruhnke/Kisseleva (2012) zeigen, dass sich die Identifikation nahe stehender Personen aus Sicht des Wirtschaftsprüfers oft als kritisch und problematisch erweist.¹⁰ Somit eröffnen sich Forschungsperspektiven im Hinblick auf Geschäfte mit nahe stehenden Personen in deutschen Unternehmen.

Die Zielsetzung des vorliegenden Beitrags ist im ersten Schritt das Ausmaß von RPT mit Personen in deutschen Unternehmen abzuschätzen und Umfang und Qualität der zugehörigen Berichterstattungspraxis gemäß IAS 24 darzustellen. Weiterhin wird unter Rückgriff auf das internationale empirische Schrifttum eine Charakterisierung der Unternehmen vorgenommen, die RPT mit Personen durchführen; abschließend wird auf Basis dieser Erkenntnisse mithilfe von Determinantenanalysen der Erklärungsbeitrag ausgewählter Aspekte der unternehmensspezifischen Corporate Governance zu Auftreten und Umfang der Geschäfte mit nahe stehenden Personen untersucht. Insgesamt sollen so Indizien zur Einschätzung der Rolle von RPT mit Personen in deutschen Unternehmen herausgearbeitet werden, um u.a. bei Standardsetzern, Abschlusserstellern und -adressaten die Sensibilität für diese Thematik zu erhöhen und mögliche Problembereiche zu identifizieren.

II. Berichterstattung nach IAS 24

1. Zweck der Berichterstattung zu nahe stehenden Parteien

Die Notwendigkeit einer Regulierung zur Offenlegung von Geschäften mit nahe stehenden Unternehmen und Personen in IAS 24 (2009)¹¹ ergibt sich aus der Tatsache, dass diese Transaktionen dazu geeignet sind, die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unterneh-

⁷ Vgl. die Tätigkeitsberichte der DPR.

⁸ Vgl. Pizzo, *Journal of Management and Governance* 2011 S. 2. An dieser Stelle ist jedoch auf frühe Forschungsanstrengungen zu RPT zu verweisen, die jedoch zwischenzeitlich aus dem Fokus geraten sein scheinen, vgl. Chong/Dean, *Abacus* 1985 S. 84-100.

⁹ Vgl. von Keitz, *Praxis der IASB-Rechnungslegung*, 2. Aufl. 2005, S. 263 ff., Küting/Seel, *KoR* 2008 S. 227 ff.

¹⁰ Vgl. Ruhnke/Kisseleva, *WPg* 2012 S. 1087 ff.

¹¹ Anzuwenden für Geschäftsjahre beginnend ab dem 01.01.2011. Im Folgenden wird immer auf IAS 24 (2009) verwiesen, es sei denn es wird ausdrücklich gekennzeichnet. Zur historischen Entwicklung von IAS 24 siehe Bömelburg/Luce, in: Thiele/von Keitz/Brücks, *Internationales Bilanzrecht, Kommentar*, 8. Erg.-Lfg. 2011, IAS 24 Rdn. 9-16 sowie IAS 24.BC.1-6.

mens zu verzerren.¹² Abgestellt wird hier auf die Einflussmöglichkeit, die von nahe stehenden Parteien ausgehen kann. Dabei muss nicht zwingend eine Transaktion stattfinden, da allein die Existenz einer Beziehung zu nahe stehenden Unternehmen und Personen ausreicht, um Einfluss auf die Vermögens- und Gewinngrößen eines Unternehmens zu nehmen (IAS 24.6-8). Daher ist die Zielsetzung des IAS 24, RPT bzw. nahe stehende Parteien offenzulegen und so die Aufmerksamkeit der Abschlussadressaten auf diese Möglichkeit zu richten. Mithin soll der *fair presentation* nachgekommen und entscheidungsnützliche Informationen für Kapitalmarktteilnehmer bereitgestellt werden. Es ist damit in das Ermessen eines Bilanzadressaten gestellt, Auftreten, Ausmaß und Marktüblichkeit von RPT selbst zu beurteilen.¹³ Insofern ist IAS 24 ein Offenlegungsstandard, der zwar besondere Erläuterungs- und Angabepflichten bezüglich der Beziehungen zu nahe stehenden Parteien umfasst, jedoch keine Wertung von RPT vornimmt. So werden auch keine Angaben dahingehend verlangt, wie der Konzernabschluss ohne evtl. verzerrende RPT, d.h. zu Bedingungen, wie unter fremdem Dritten üblich (*arm's length*), ausgesehen hätte.¹⁴ Indes arbeitet die EU-Kommission derzeit an einem Entwurf, wonach bei Überschreiten gewisser Transaktionsvolumina eine Bewertung der RPT durch einen unabhängigen Berater erfolgen soll, bzw. durch ein Hauptversammlungsvotum legitimiert werden muss.¹⁵

2. Definition und Anwendungsbereich

Die bislang gültige Definition von nahe stehenden Parteien nach IAS 24.9 (2003) wurde in der Praxis als zu komplex und schwer verständlich erachtet.¹⁶ Dementsprechend wird gemäß überarbeitetem IAS 24.9 (2009) zunächst eine Separierung der Definitionskriterien in nahe stehende natürliche Personen (IAS 24.9 (a)) und Unternehmen (IAS 24.9 (b)) vorgenommen. Demnach werden Parteien als zueinander nahe stehend definiert, wenn direkt oder indirekt Beherrschung (*control*), maßgeblicher Einfluss (*significant influence*) oder gemeinschaftliche Führung (*joint control*) ausgeübt wird. Zudem umfasst die Definition natürliche Personen; hierbei wird nicht auf formale Organzugehörigkeit, sondern die Fähigkeit, die Unternehmenspolitik mitzugestalten (*key management personnel*), abgestellt. Dies schließt auch nahe Familienangehörige ein. Nach der Aufzählung in IAS 24.9 gelten als nahe stehende Personen demnach, neben natürlichen Personen mit maßgeblichem Anteilsbesitz, Organmit-

¹² Vgl. Küting/Seel, KoR 2008 S. 228; IAS 24.1.

¹³ Vgl. Zülch/Popp, PiR 2011 S. 89.

¹⁴ Vgl. Theile/Leippe, in: Heuser/Theile, IFRS Handbuch, 4. Aufl. 2009, Rdn. 4792.

¹⁵ Vgl. Bayer/Schmidt, BB 2013 S. 13 sowie Drygala, AG 2013 S. 206.

¹⁶ Vgl. Böckem WPg 2009 S. 644 f.; Zülch/Popp DB 2011 S. 546.

gliedern und sonstigem Management in Schlüsselpositionen, auch Kinder, Ehe- bzw. Lebenspartner sowie Kinder der Lebenspartner und sonstige abhängige Personen.¹⁷ Neben dem direkten Bezug können natürliche Personen auch mittelbar, d.h. durch Beherrschung oder gemeinschaftlicher Führung nahe stehender Unternehmen, in Beziehung zu einem berichtenden Unternehmen stehen.¹⁸

Bei der Identifikation nahe stehender Parteien¹⁹ ist dabei gemäß IAS 24.10 der tatsächliche wirtschaftliche Gehalt, nicht die rechtliche Gestaltung von Bedeutung, d.h. die Zwischenschaltung unabhängiger dritter Parteien bleibt ohne Auswirkung auf die Offenlegungspflichten.²⁰ Somit können im Wesentlichen Mutter- und Tochterunternehmen, Konzernunternehmen, Gemeinschafts- und Partnerunternehmen, maßgebliche Anteilseigner und das Management in Schlüsselpositionen samt Familienangehörigen als *related parties* im Sinne des IAS 24.9 gelten.²¹ Der Anwendungsbereich von IAS 24 ist daher auch sehr weit gefasst.²² Hinzu kommt die – im Vergleich zu IAS 24 (2003) nur einseitig vollzogene²³ – konzerninterne Betrachtungsweise,²⁴ die nach IAS 24 (2009) auch Rückkopplungseffekte in der Verweisungskette auf nahe stehende Parteien zulässt. Materielle Implikationen für die Publizität von Konzernmutterunternehmen, wie sie Gegenstand dieser Studie sind, ergeben sich hieraus nicht,²⁵ da von dieser Regelung vor allem Unternehmen unterer Konzernebenen betroffen sind.

3. Berichtspflichten

Falls im den jeweiligen Abschluss betreffenden Zeitraum RPT stattgefunden haben, verlangt IAS 24.18 Angaben über die Art der Beziehung sowie Informationen über Geschäftsvorfälle und ausstehende Salden, die Abschlussadressaten benötigen, um die möglichen Auswirkungen dieser Beziehung nachzuvollziehen.²⁶ Dabei ist eine RPT als Übertra-

¹⁷ Vgl. Hoffmann, in: Lüdenbach/Hoffmann, IFRS Kommentar, 9. Aufl. 2011, § 30 Rdn. 17.

¹⁸ Vgl. Bömelburg/Luce, a.a.O. (Fn. 11), IAS 24 Rdn. 140f.

¹⁹ Zur Abgrenzung von *related parties* mit Fallkonstellationen siehe Zülch/Popp PiR 2011 S. 91 ff.

²⁰ Vgl. Küting/Gattung, WPg 2005 S. 1065; Hoffmann, a.a.O. (Fn. 17), § 30 Rdn. 20; Reinholdt/Schmidt, IRZ 2011 S. 112.

²¹ Vgl. Zülch/Hendler, Bilanzierung nach IFRS, 2009, S. 180 f.; Weber, in: Ballwieser/Beine/Hayn/Peemöller/Schruff/Weber, Handbuch International Financial Reporting Standards, 7. Aufl. 2011, Abschnitt 23 Rdn. 13.

²² Vgl. Hoffmann, a.a.O. (Fn. 17), § 30 Rdn. 2-6.; IAS 24.3.

²³ Vgl. Zülch/Gebhardt PiR 2007 S. 140.

²⁴ Vgl. Zülch/Popp DB 2011 S. 546; IAS 24.BC.24.

²⁵ Vgl. Busack/Scharr IRZ 2011 S. 400.

²⁶ Darüber hinaus verlangt IAS 24.13 die grundlegende Offenlegung der Beziehung zwischen nahstehenden Parteien, sowie IAS 24.17 die Offenlegung der Vergütung der Mitglieder des Managements in Schlüsselpositionen.

gung von Ressourcen, Dienstleitungen oder Verpflichtungen zwischen nahe stehenden Parteien, unabhängig davon, ob ein Entgelt in Rechnung gestellt wird, definiert (IAS 24.9). Die geforderten Angaben²⁷ umfassen nach IAS 24.18 mindestens die Höhe der Geschäftsvorfälle, die Höhe der ausstehenden Salden, Rückstellungen für zweifelhafte Forderungen und erfasseter Aufwand für uneinbringliche Forderungen. Diese Angaben sind für verschiedene typische Kategorien von nahe stehenden Parteien, darunter auch Mitglieder des Managements in Schlüsselpositionen und sonstige nahe stehende Personen, gesondert offenzulegen (IAS 24.19).²⁸ Exemplarische, unter IAS 24.21 erwähnte Geschäftsvorfälle umfassen u.a Käufe und Verkäufe von Gütern, Grundstücken, Bauten und anderen Vermögenswerten, geleistete und bezogene Dienstleistungen, Leasingverhältnisse, Dienstleistungstransfers, Transfers im Rahmen von Lizenz- und Finanzierungsvereinbarungen sowie Bürgschaften und Sicherheiten. Im Hinblick auf die Offenlegungspflichten dürfen gleichartige Posten unter Beachtung des Wesentlichkeitsgrundsatzes (*materiality*) aggregiert angegeben werden,²⁹ sofern eine gesonderte Angabe nicht essentiell für das Verständnis der Auswirkungen der RPT ist (IAS 24.24). So bietet es sich bei laufenden Geschäftsbeziehungen zwischen zwei nahe stehenden Parteien an, in der Berichterstattung auf die Gesamtvolumina der Transaktionen abzustellen. Wenngleich nicht vorgeschrieben, hat sich in der Praxis zur Aggregation von Geschäftsfällen die Darstellung in Tabellen-, bzw. Matrixform durchgesetzt.³⁰ Für RPT, die im Rahmen der Konsolidierung eliminiert werden (24.4), entfällt die Angabepflicht aus Konzernsicht.

Nach IAS 24.23 ist eine Angabe über die Markt- bzw. Fremdüblichkeit (*arm's length*) der RPT nur dann zulässig, wenn dies nachgewiesen werden kann. Ein Verzicht auf diese Angabe impliziert jedoch keine Wertung der RPT durch das Unternehmen, bzw. indiziert keine Transaktion zu nicht marktüblichen Konditionen; ein Unterlassen kann beispielsweise durch die Wahrung von Geschäftsgeheimnissen begründet sein.³¹

Somit muss ein berichterstattendes Unternehmen gemäß IAS 24 zunächst nahe stehende Parteien identifizieren. Im zweiten Schritt ist die Existenz von Geschäftsvorfällen zwischen berichtendem Unternehmen und nahe stehenden Parteien zu prüfen. Schließlich ist in angemessenem Aggregationsgrad über diese Geschäftsvorfälle zu berichten. Obzwar der IAS 24 eindeutig die Möglichkeit in Betracht zieht, dass RPT die Vermögens- und Finanzlage sowie Gewinn oder Verlust eines Unternehmens beeinflussen können, werden RPT gleichzei-

²⁷ Die Angabepflichten regelt IAS 24.18-27; siehe für nachfolgende Ausführungen auch Weber, a.a.O. (Fn. 21), Abschnitt 25 Rdn. 22-31.

²⁸ Im Standard werden zudem u.a. Mutterunternehmen, Tochterunternehmen, assoziierte und Gemeinschaftsunternehmen ausdrücklich erwähnt.

²⁹ Vgl. Hoffmann, a.a.O. (Fn. 17), § 30 Rdn. 33-34.

³⁰ Vgl. Küting/Seel, KoR 2008 S. 232f.

³¹ Vgl. Reinholdt/Schmidt, IRZ 2011 S. 112; Hoffmann, a.a.O. (Fn. 17), § 30 Rdn. 25-26.

tig als gängige Praxis in Handel und Gewerbe bezeichnet. Somit wird im Einklang mit der grundsätzlichen Ausrichtung der IFRS eine transparente Offenlegung von RPT verlangt, damit Abschlussadressaten eine fundierte Einschätzung der bestehenden Risiken und Chancen treffen können.

III. Literaturüberblick, theoretische Perspektive und Hypothesenbildung

1. Ausgewählte empirische Befunde der Geschäften mit nahe stehenden Parteien

Konkrete Untersuchungen von Geschäften mit nahe stehenden Parteien finden sich insbesondere auf Basis amerikanischer Großunternehmen. In einem der ersten Beiträge, die systematische Evidenz liefern, zeigen *Gordon/Henry/Palia* (2004), dass ca. 80% ihrer Stichprobe im Betrachtungsjahr wenigstens eine RPT getätigt hat, mithin, dass diese Geschäfte in Großunternehmen durchaus üblich sind. Zudem stellen Geschäfte mit nahe stehenden Personen die dominierende Form von RPT dar.³² In einem weiteren Beitrag untersuchen die Autoren die Rolle von RPT vor dem Hintergrund von Corporate Governance und möglicher Werteffekte. Sie zeigen, dass höhere Anzahl und Beträge von RPT durch schwächere Corporate Governance (gemessen u.a. durch Managementvergütung und Insider-Anteilsbesitz) begünstigt werden, was eine Interpretation von RPT als Ausdruck von Interessenkonflikten andeutet. Diese Interpretation wird durch eine negative Assoziation von RPT mit Aktienrenditen substantiiert.³³

Vor dem Hintergrund des Verbots einer Kreditvergabe an das Management durch den *Sarbanes-Oxley-Act*, fokussieren *Kahle/Shastri* (2004) und *Cullinan/Durnev/Wright* (2006) diese besondere Form von RPT. Während erstgenannte zeigen, dass solche Kredite zu (aus Unternehmenssicht) schlechteren als den marktüblichen Konditionen vergeben werden, zeigen letztere einen Zusammenhang von Kreditvergabe und fälschlichen Darstellungen im Jahresabschluss. Somit liefern beide weitere Evidenz, die RPT mit nahe stehenden Personen als Ergebnis von Interessenkonflikten nahe legt.³⁴

Kohlbeck/Mayhew (2004) betrachten einen breiten Querschnittsdatensatz der US-Unternehmen im S&P 1500, für den der Zusammenhang von schwacher Corporate Governance und dem Auftreten von RPT Bestätigung findet. In einem späteren Beitrag (*Kohlbeck/Mayhew* (2010)) zeigen sie zudem signifikant negative Wertrelevanz und geringere Ak-

³² Vgl. *Gordon/Henry/Palia*, *Advances in Financial Economics* 2004 S. 19 f.

³³ Vgl. *Gordon/Henry/Palia*, *Rutgers Business School Working Paper* 2004 S. 32 f.

³⁴ Vgl. *Kahle/Shastri*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2004 S. 810 und *Cullinan/Durnev/Wright*, *Journal of Accounting and Public Policy* 2006 S. 495.

tienrenditen für Unternehmen, die RPT durchführen. Diese Effekte sind dabei wesentlich auf Transaktionen zurückzuführen, die vergleichsweise leicht durch Markttransaktionen mit dritten Parteien ersetzt werden könnten; dies gilt insbesondere dann, wenn diese Geschäfte mit nahe stehenden Personen abgeschlossen wurden.³⁵

Auch *Ryngaert/Thomas* (2012) bestätigen die Bedeutung von Aspekten der Corporate Governance für das Auftreten von RPT, indem sie einen positiven Zusammenhang von Insider-Anteilsbesitz und RPT-Häufigkeit nachweisen. Weiterhin liefern sie Hinweise auf die Bedeutung der zeitlichen Dimension einer RPT. So sind sog. ex-post RPT, d.h. Geschäfte die abgeschlossen wurden, nachdem der jeweilige Vertragspartner zur nahe stehenden Partei wurde (und dementsprechend seine Machtposition geltend machen konnte), signifikant negativ mit den verwendeten Performancemaßen korreliert; sie werden durch den Kapitalmarkt negativ rezipiert und haben signifikanten Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz.³⁶

Jenseits des US-amerikanischen Umfelds, bzw. auf Basis der Offenlegungspflichten nach IAS 24, existieren bislang nur wenige Untersuchungen von RPT. *Gallery/Gallery/Supranowicz* (2008) zeigen für kleine, kürzlich börsennotierte australische Unternehmen, dass das Auftreten von RPT insbesondere durch externe Überwachungsmechanismen beeinflusst wird, was mithin das Spektrum möglicher Determinanten des Auftretens von RPT erweitert.³⁷ Für französische Unternehmen weisen *Nekhili/Cherif* (2011) sowohl die Bedeutung von dominantem Blockholder und Board-Größe für das Auftreten von RPT, als auch deren negativen Einfluss auf den Unternehmenswert nach. Auch hier sind die beobachteten Effekte insbesondere auf Transaktionen mit nahe stehenden Personen (Anteilseigner, Organmitgliedschaften) zurückzuführen. Zudem zeigen *Bennouri/Nekhili/Touron* (2012), dass eine Prüfung durch Big4 Wirtschaftsprüfer das Auftreten von RPT vermindert.³⁸

Für den deutschen Kapitalmarkt liegen bislang lediglich deskriptive Befunde vor. So findet *von Keitz* (2005) bezüglich der Berichterstattung gemäß IAS 24 für die Jahre 2001 bis 2003 u.a., dass bei Vorliegen eines Beherrschungsverhältnisses dieses nur selten explizit ausgewiesen wird. Zudem stellt sie deutliche Unterschiede im Detaillierungsgrad der Berichterstattung über einzelne (Arten von) Transaktionen fest, d.h. teilweise wird nicht die Art der

³⁵ Vgl. Kohlbeck/Mayhew, University of Wisconsin Madison Working Paper Dezember 2004 S. 19 ff. und Kohlbeck/Mayhew, *Journal of Accounting and Public Policy* 2010 S. 134.

³⁶ Vgl. Ryngaert/Thomas, *Journal of Accounting Research* 2012 S. 874.

³⁷ Vgl. Gallery/Gallery/Supranowicz, *Accounting Research Journal* 2008 S. 163. Wenngleich diese Studie auf australischen Unternehmen basiert und das australische Standardsetzungsboard (AASB) eigene Rechnungslegungsstandards heraus gibt, spiegeln diese die IFRS wieder, d.h. der AASB 124 korrespondiert im Wesentlichen mit dem IAS 24.

³⁸ Vgl. Nekhili/Cherif, *Review of Accounting and Finance* 2011 S. 311 und Bennouri/Nekhili/Touron, University of Rouen Working Paper 2012 S. 28 ff.

Transaktion berichtet, bzw. werden nicht alle geforderten Angaben zu Umfang, Preisgestaltung und offenen Posten gemacht.³⁹ In einer späteren Untersuchung zeigen *Küting/Seel* (2008) u.a., dass eine Mehrzahl (93%) der Unternehmen wenigstens eine RPT offenlegt; vergleichsweise wenige (42%) berichten hingegen über RPT mit nahe stehenden Personen. Auch hier zeigt sich insgesamt eine große Heterogenität in der Berichterstattung gemäß IAS 24. Nur wenige der betrachteten Unternehmen konkretisieren die Art der Geschäftsvorfälle, bzw. machen eine Namensangabe der *related party*. Auch eine Aussage über die Marktüblichkeit der Transaktion wird nicht von allen Unternehmen vorgenommen. Obgleich *Küting/Seel* gerade bei Transaktionen mit nahe stehenden Personen die Notwendigkeit detaillierter Angaben erkennen, lässt die Transparenz der berichtenden Unternehmen hier jedoch zu wünschen übrig.⁴⁰

Die bestehenden Befunde lassen sich insofern zusammenfassen, dass das Auftreten von RPT u.a. durch die unternehmensspezifische Corporate Governance bestimmt scheint. So liegt eine Reihe von Hinweisen vor, die betonen, dass RPT als aus den Ermessensspielräumen bzw. Interessenkonflikten der Unternehmensinsider resultieren können; hier erscheinen insbesondere RPT mit nahe stehenden Personen von besonderer Relevanz. Nichtsdestotrotz legen o.g. Befunde gleichfalls nahe, dass RPT nicht grundsätzlich als schädlich im Sinne der Minderheitsaktionäre gelten können. So können RPT u.U. auch effiziente Transaktionen darstellen, was auch damit korrespondiert, dass RPT prinzipiell rechtlich zulässig sind. Diese kontrastierenden Interpretationen spiegeln sich auch im Charakter des IAS 24 wieder, der lediglich eine Offenlegung zu Informationszwecken, nicht aber eine Beurteilung der Transaktion aus Sicht der Aktionäre fordert. Folglich scheint keine abschließende Deutung von RPT möglich, was angesichts der Lücke deutscher Befunde die Notwendigkeit weiterer empirischer Untersuchungen nahe legt.

2. Theoretische Perspektive und Hypothesenbildung

Aus theoretischer Perspektive können RPT im Rahmen der Agency-Theorie als Ausdruck des moralischen Risikos (*moral hazard*) von Seiten des Managements, bzw. dominierender Anteilseigner gedeutet werden.⁴¹ Vor diesem Hintergrund können RPT u.a. eine Zweckentfremdung von Unternehmensressourcen und fehlerhafte Darstellungen im Jahresab-

³⁹ Vgl. von Keitz, a.a.O. (Fn. 9), S. 264 ff.

⁴⁰ Vgl. *Küting/Seel*, KoR 2008, S. 231 ff.

⁴¹ Vgl. hierzu grundlegend Jensen/Meckling, *Journal of Financial Economics* 1976 und Shleifer/Vishny, *Journal of Political Economy* 1986.

schluss implizieren.⁴² So tätigen Unternehmensinsider und dominante Großaktionäre möglicherweise Geschäfte zum Schaden von Kleinaktionären, z.B. in dem RPT zu Konditionen abgeschlossen werden, aus denen dem Unternehmen weniger Nutzen als bei einer vergleichbaren Transaktion zu marktüblichen Konditionen entsteht. Auch jenseits opportunistischen Verhaltens können RPT auf Fehltritte und Selbstüberschätzung zurückzuführen sein.⁴³ Zudem können Ausmaß und Umfang der getätigten RPT aus Praxissicht stellvertretend für die allgemeine Unternehmenskultur stehen. So indizieren RPT möglicherweise ein Gebaren der Unternehmensleitung dem die Unterscheidung von persönlichem und Unternehmensbesitz verschwommen scheint, bzw. das nur unzureichende Gespür für den durch RPT entstehenden unvoreilhaften Eindruck besitzt.⁴⁴ Dies korrespondiert auch mit dem Bild von RPT wie es durch o.g. Betrugsfälle vermittelt wird.⁴⁵

Unter der Annahme, dass die hier skizzierte Interessenkonfliktshypothese (*conflict of interest hypothesis*) der Interpretation von RPT zutrifft, müssen RPT als Ausdrucksform von *agency*-Kosten aufgefasst werden. Mithin sollten Bestimmungsfaktoren von Interessenkonflikten im Unternehmen, d.h. Corporate Governance in Form von Inzentivierung, sowie interner und externer Überwachung und Einflussmöglichkeit, Auftreten und Ausmaß von RPT determinieren.⁴⁶

Hypothese: Auftreten und Umfang von RPT mit Personen werden durch Aspekte der Corporate Governance eines Unternehmens bestimmt.

Neben o.g. Interpretation von RPT als Konsequenz von Ermessensspielräumen und Interessenkonflikten ist jedoch darauf hinzuweisen, dass RPT ihre Berechtigung finden, da nicht jedes Geschäft als Markttransaktion stattfinden kann. So ist es beispielsweise vorstellbar, dass kein aktiver Markt existiert, bzw. dass eine RPT auf Grund geringerer Transaktionskosten vorteilhafter ist. So können Geschäfte mit nahe stehenden Parteien beispielsweise Abstimmung und Kommunikation zwischen Geschäftspartnern erleichtern,⁴⁷ oder Zugang zu neuen Märkten ermöglichen.⁴⁸ Vor dem Hintergrund der Transaktionskostentheorie wären RPT demnach als Teil einer vernünftigen Geschäftspolitik im Sinne aller beteiligten Stakeholder

⁴² Vgl. Pizzo, *Journal of Management and Governance* 2011 S. 5.

⁴³ Vgl. Ryngaert/Thomas, *Journal of Accounting Research* 2012 S. 848.

⁴⁴ Vgl. Young, *Corporate Governance Advisor* 2005 S. 7.

⁴⁵ Vgl. Gordon/Henry/Louwers/Reed, *Accounting Horizons* 2007 S. 82.

⁴⁶ Vgl. Gallery/Gallery/Supranowicz, *Accounting Research Journal* 2008 S. 152.

⁴⁷ Vgl. Ryngaert/Thomas, *Journal of Accounting Research* 2012 S. 849 f.

⁴⁸ Vgl. Kohlbeck/Mayhew, *Journal of Accounting and Public Policy* 2010 S. 119.

zu interpretieren.⁴⁹ Mithin sollten u.a auch typische firmenspezifische Aspekte (z.B. Größe, Wachstum) Einfluss auf Auftreten und Ausmaß von RPT haben. Deshalb wird im Folgenden neben Kernaspekten der Corporate Governance auch einer Reihe firmenspezifischer Aspekte mit potenzieller Bedeutung für das Auftreten von RPT Rechnung getragen.

IV. Empirische Befund der Verbreitung und Determinanten von Geschäften mit nahe stehenden Parteien

1. Stichprobenauswahl und Datenerhebung

Ausgangspunkt der empirischen Untersuchung bilden alle 160 Unternehmen, die zum Stichtag 01.01.2010⁵⁰ in den Auswahlindizes HDAX (DAX, MDAX TecDAX) und SDAX der Deutschen Börse AG notiert sind. Als Untersuchungszeitraum werden die Jahre 2009 bis 2011 festgelegt.⁵¹ Somit umfasst die Erhebung potenziell 480 Beobachtungen über drei Jahre. Von dieser Grundgesamtheit werden in einem ersten Schritt alle Unternehmen mit Sitz im Ausland und solche der Finanzbranche (93 Beobachtungen) eliminiert.⁵² Weiterhin wird die Stichprobe um alle Beobachtungen mit fehlenden Daten bereinigt (21). Die Stichprobenauswahl ist in Tab. 1, Panel A dargestellt. Insgesamt ergibt sich eine Stichprobe von 366 Beobachtungen basierend auf 123 Unternehmen in drei Jahren (Vgl. Panel B).

Für diese verbleibende Stichprobe werden Informationen über Transaktionen mit nahe stehenden Personen gemäß IAS 24 den jeweiligen Geschäftsberichten entnommen. Informationen zur Eigentümerstruktur entstammen den Hoppenstedt Aktienführern der jeweiligen Jahre. Vergütungsdaten stammen aus den Vergütungsberichten gemäß § 285 Satz 1 Nr. 9 HGB. Die Informationen zur Indexzugehörigkeit wurden den Publikationen der deutschen Börse entnommen.⁵³ Alle weiteren Daten wurden der Compustat Global Datenbank entnommen.

*** Tab. 1 bitte hier einsetzen***

⁴⁹ Vgl. Pizzo, Journal of Management and Governance 2011 S. 11 sowie grundlegend Williamson, Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus 1990.

⁵⁰ Die Festlegung auf diesen Stichtag liegt in der Überlegung begründet, dass durch einen Referenzzeitpunkt innerhalb der Erhebungsperiode eine möglichst verlustfreie Erhebung begünstigt werden sollte.

⁵¹ Ein Effekt des gewählten Untersuchungszeitraums ist, dass somit das letzte Jahr der einheitlichen IAS 24 (2003) Anwendung, das Jahr einer möglichen vorzeitigen Anwendung, sowie das Jahr der verpflichtenden Anwendung von IAS 24 (2009) abgedeckt werden.

⁵² Die Identifikation von Finanzunternehmen erfolgt auf Basis der GIC (Global Industry Classification). Es werden alle Unternehmen mit GIC-Code 40 ausgeschlossen.

⁵³ Deutsche Börse, Historical Index Compositions of the Equity- and Strategy Indices of Deutsche Börse, Version 3.5, Oktober 2011.

2. Untersuchungsziel und methodische Vorgehensweise

Entsprechend der Ausrichtung dieses Beitrags liegt der Fokus der Erhebung auf der Berichterstattung zu Geschäften mit nahe stehenden Personen nach IAS 24. Hierbei ist eingangs einschränkend darauf hinzuweisen, dass die Offenlegung von RPT stark vom Ermessen des berichtspflichtigen Unternehmens bestimmt wird und die Identifikation von nahe stehenden Personen sich als problematisch erweisen kann.⁵⁴ Somit können im Folgenden zwangsläufig nur die tatsächlich berichteten Geschäftsvorfälle untersucht werden; irrtümlich oder absichtlich nicht veröffentlichte Transaktionen bleiben notwendigerweise unberücksichtigt.

Die Berichterstattung gemäß IAS 24 findet ihren Platz im Jahresabschluss regelmäßig in den Anhangangaben. Bei der Datenerhebung dieser Studie zeigte sich eine große Heterogenität in Umfang und Qualität der Berichterstattung, die die Analysemöglichkeiten entsprechend einschränkt und einen Fokus auf aggregierte, bzw. vergleichsweise grobe Maße nötig macht.⁵⁵ Somit wurde zunächst eine binäre Indikatorvariable für das Auftreten von wenigstens einer RPT mit nahe stehenden Personen erhoben. Zudem wurde, falls offengelegt, erfasst wieviele solcher Geschäfte berichtet werden. Weiterhin wurde erhoben, ob die den RPT mit nahe stehenden Personen zuzuordnenden Beträge (Umsätze/Zuflüsse, Aufwendungen/Abflüsse, Forderungen, Verbindlichkeiten) berichtet wurden. Schließlich wurde die Berichterstattungsqualität über Indikatorvariablen operationalisiert. Hier wurden, neben dem Ausweis der Anzahl der Geschäfte, die Angabe zur Marktüblichkeit der RPT, die Wahl einer Matrixdarstellung und die separate Berichterstattung einzelner Geschäfte berücksichtigt. Zudem wurde eine binäre Variable erhoben, die indiziert ob eine Zuordnung berichteter RPT zu nahe stehenden Personen, bzw. Unternehmen nicht eindeutig zu treffen war.

Der Kern der Untersuchung besteht im ersten Schritt in einem Überblick über Berichterstattungspraxis und -qualität der zugrunde liegenden Stichprobe. Zweitens wird eine Charakterisierung der Unternehmen vorgenommen, die RPT mit Personen durchführen; hierzu werden durch Mittelwertvergleichs- und Rangsummentests die Subgruppen der Unternehmen mit bzw. ohne RPT mit Personen gegenübergestellt und auf Gleichheit getestet. Hierauf aufbauend werden abschließend mittels logistischer, bzw. Tobit- Regressionen mögliche Determinanten des Auftretens von RPT, bzw. deren Anzahl überprüft. In Anlehnung an die bestehende Literatur und das deutsche institutionelle Umfeld werden zur Überprüfung der o.g. Hypothese Charakteristika der Eigentümer⁵⁶ - und Vergütungsstruktur⁵⁷ getestet.⁵⁸ Zudem wird

⁵⁴ Vgl. Ruhnke/Kisseleva, WPg 2012 S. 1087 ff.

⁵⁵ Siehe zur Heterogenität der Berichterstattung auch Abschnitt 3, bzw. Tab. 2.

⁵⁶ Die Eigentümerstruktur wird durch den Anteilsbesitz von Insidern (Vorstand, Aufsichtsrat und Familien), strategischen und institutionellen Investoren approximiert.

für eine Reihe firmenspezifischer Aspekte, sowie industrie-⁵⁹ und jahres-fixe Effekte kontrolliert.

RPT_PERS, bzw. ANZ_RPT_PERS

$$\begin{aligned} &= \beta_0 + \beta_1 \text{Anteilsbesitz_Ins} + \beta_2 \text{Anteilsbesitz_Strat} \\ &+ \beta_3 \text{Anteilsbesitz_Inst} + \beta_4 \text{Var_Verg} + \beta_5 \text{LTI_Indikator} \\ &+ \beta_6 \text{Anlageintensität} + \beta_7 \text{Investitionsquote} + \beta_8 \text{Verschuldungsgrad} \\ &+ \beta_9 \text{Gesamtkapitalrentabilität} + \beta_{10} \text{Größe} + \text{Jahreseffekte} \\ &+ \text{Industrieeffekte} \end{aligned}$$

3. Deskriptiver Befund

Wesentliche Charakteristika der Stichprobe sind in Tab. 1, Panel B-F dargestellt. Die Stichprobe ist gleichmäßig über den Beobachtungszeitraum verteilt (Panel B). Zudem zeigt sich, dass in jedem Jahr gut die Hälfte der betrachteten Unternehmen über Geschäfte mit nahe stehenden Personen berichten (insgesamt 51,1%). Dies bedeutet, dass RPT mit Personen zwar nicht in jedem Unternehmen üblich sind, aber keinesfalls seltene Ausnahmereischeinungen darstellen.⁶⁰ Dies ist grundsätzlich im Einklang, wenn auch etwas höher als der Befund von *Küting/Seel* (2008), die bei 42% der ausgewerteten Geschäftsberichte des Jahres 2006 Angaben zu RPT mit nahe stehenden Personen finden.⁶¹

Bezüglich der Anzahl berichteter RPT mit Personen (Panel C) berichtet die die Mehrzahl der Unternehmen wenn überhaupt lediglich eine (50; 13,7%) bzw. zwei (49; 13,4%) Transaktionen. Für 43 Beobachtungen (11,7%) wird hierzu keine Angabe getroffen. Somit scheint i.d.R. nur ein kleiner Personenkreis unmittelbar durch die RPT tangiert, was als Hinweis darauf gedeutet werden kann, dass nur die im Unternehmen maßgeblichen Personen solche Geschäfte durchführen.

⁵⁷ Die Vergütungsstruktur berücksichtigt den Anteil variabler Vergütung an der Gesamtvergütung sowie einen Indikator für die Einrichtung von Langfristanreizen (*long-term incentives*, LTI).

⁵⁸ Da angesichts der komplexen, vieldimensionalen Natur von Corporate Governance Faktoren bislang keine definitive, umfängliche Theorie existiert, haben entsprechende empirische Untersuchungen notwendigerweise explorativen Charakter. Vgl. u.a. Larcker/Richardson/Tuna, *Accounting Review* 2007 S. 965. Die Ergebnisse von u.a. Andres, *Journal of Corporate Finance* 2008 und Rapp/Schaller/Wolff, *ZfB* 2012 legen indes nahe, dass die Eigentümer- und Vergütungsstruktur zentrale Corporate Governance Mechanismen im deutschen Umfeld darstellen.

⁵⁹ Hier wird wie in Tab. 1 auf die GIC-Sektoren zurückgegriffen.

⁶⁰ Zu Vergleichszwecken sei erwähnt, dass knapp 94% der betrachteten Unternehmen irgendeine RPT ausweisen; knapp 87% berichten über RPT mit Unternehmen. Diese Geschäfte können also durchaus, wie im IAS 24 unterstellt, als „gängige Praxis“ betrachtet werden.

⁶¹ Vgl. *Küting/Seel*, *KoR* 2008 S. 229.

Weiterhin zeigt sich eine hohe Kontinuität in Berichterstattung und zugrunde liegender ökonomischer Realität (Panel D); die meisten Beobachtungen sind Unternehmen zuzuordnen, die nie (165; 45,1%), bzw. immer (168; 45,9%) RPT mit Personen berichten. Lediglich 33 Beobachtungen (9,1%) stammen von Unternehmen, die im Beobachtungszeitraum nur ein bzw. zweimal eine RPT mit Personen berichtet haben, d.h. „Statuswechsler“ sind. Dieser Befund scheint insofern plausibel als dass die üblicherweise berichteten Transaktionen i.d.R. keine einmaligen Geschäfte darstellen, sondern tendenziell längerfristigen Charakter besitzen. Zudem ist diese Beobachtung vor dem Hintergrund der Überarbeitung des IAS 24 (2009) von Interesse. Die Kontinuität der Berichterstattung korrespondiert mit der Beobachtung, dass die berichtenden Unternehmen nahezu ausschließlich angeben, keine von der Überarbeitung des IAS 24 mit Anwendung ab 2011 ausgehenden wesentlichen Änderungen der Berichterstattungspflicht zu antizipieren. Dies impliziert somit, dass sich durch die Überarbeitung des IAS 24 keine deutliche Änderung des Anwendungsbereichs ergeben hat.

In der Betrachtung der Aufteilung nach Indizes (Panel E) lässt sich insofern ein Trend ausmachen, als dass in den größeren Unternehmen (DAX) ein vergleichsweise geringer Anteil (37,3%) an Unternehmen über Geschäfte mit nahe stehenden Personen berichtet, wohingegen diese in kleineren Unternehmen (SDAX) deutlich häufiger (63,4%) aufzutreten scheinen. Dies deutet möglicherweise an, dass die im DAX notierten multinationalen Konzerne sich der Problematik von RPT mit Personen bewusst sind, bzw. solche Geschäfte aufgrund eines disziplinierenden Einflusses von Kapitalmarkt und sonstigen Überwachungsinstanzen nicht auftreten und nahe stehende Personen u.U. nicht über den nötigen Einfluss verfügen, solche Transaktionen zu initiieren. Im Gegenzug sind die kleineren, im SDAX aufgeführten Unternehmen tendenziell häufiger im Besitz maßgeblicher Insider-Aktionäre, die ihren Einfluss durch Gestaltung von RPT geltend machen können.

Schließlich zeigt sich in der Betrachtung der Industriezugehörigkeit (Panel F) eine grundsätzliche Dominanz der Unternehmen, die Industrie und Verbrauchsgütern zuzuordnen sind. In Bezug auf Transaktionen mit nahe stehenden Personen lassen sich keine deutlichen Unterschiede in der Industriezugehörigkeit ausmachen.

Die im IAS 24 eingeräumte Ermessensfreiheit spiegelt sich in der Qualität der Berichterstattung deutlich wieder (Tab. 2). So machen von den 187 Unternehmen, die RPT mit Personen berichten, lediglich rund 75% wenigstens eine Angabe zum jeweiligen der/den Transaktion(en) zuzuordnenden Betrag (Panel A). Dies korrespondiert mit dem Befund von *von Keitz* (2005), die ebenfalls feststellt, dass nur in seltenen Fällen alle für das Verständnis

notwendigen Bestandteile der Geschäfte berichtet werden.⁶² In der Betrachtung der Art der berichteten Beträge dominieren Angaben zu Aufwendungen bzw. Abflüssen, die von knapp 65% der Unternehmen konkretisiert werden. Angaben zu Zuflüssen bzw. Umsätzen (rd. 34%), ausstehenden Forderungen (rd. 34%) und Verbindlichkeiten (rd. 36%) werden hingegen deutlich seltener gemacht. Wenngleich es angesichts dieser Offenlegung scheint, als ob RPT mit Personen tendenziell mit Aufwendungen bzw. Abflüssen aus Sicht des berichtenden Unternehmens verbunden wären, kann hierzu auf Basis der vorliegenden Erhebung keine abschließende Aussage getroffen werden. So ist zum einen darauf hinzuweisen, dass ein wesentlicher Teil (46; 24,6%) der Unternehmen, die RPT mit Personen durchgeführt haben, keine Angaben zu den jeweiligen Beträgen machen, zum anderen kann eine RPT durchaus mit mehreren bilanziellen Vorgängen verbunden sein.

Auch im Hinblick auf Art und Umfang der Berichterstattung zeigen sich deutliche Unterschiede (Panel B). Wie bereits vorab angedeutet berichten 77% der Unternehmen, die RPT mit Personen durchgeführt haben, die Anzahl dieser Geschäfte. 61% der Unternehmen machen eine Angabe zur (durch den IAS 24 nicht zwingend geforderten) Marktüblichkeit. Dies stellt einen Rückgang gegenüber dem Befund durch Küting/Seel (2008) dar, die noch bei 73% der untersuchten Unternehmen eine Angabe zur Marktüblichkeit berichten.⁶³ 42,8% wählen die in der Literatur empfohlene Matrixdarstellung. 44,9% machen Angaben zu einzeln separierbaren Geschäften. Dies weicht vom Befund von Küting/Seel (2008) ab, die noch für 60% der Fälle Angaben zu konkreten Geschäftsvorfällen finden und legt mithin einen Trend zu einer stärker aggregierten, möglicherweise weniger transparenten, Offenlegung nahe.⁶⁴ Bei 41,2% der Unternehmen mit RPT mit Personen waren die Angaben nicht immer eindeutig zuordenbar. Insgesamt ist der deskriptive Befund der Qualität der Berichterstattung nach IAS 24 somit im Einklang mit der bereits durch Küting/Seel (2008) festgestellten hohen Heterogenität.⁶⁵ Außerdem scheint die Offenlegung gemäß IAS 24 teils durch Intransparenz und geringe Nachvollziehbarkeit gekennzeichnet.

*** Tab. 2 bitte hier einsetzen***

⁶² Vgl. von Keitz, a.a.O. (Fn. 9), S. 266 f.

⁶³ Bei Küting/Seel (2008) umfasst dies jedoch die Angaben zu jeglichen RPT, nicht nur solchen mit nahe stehenden Personen. Vgl. Küting/Seel, KoR 2008 S. 334.

⁶⁴ Vgl. Küting/Seel, KoR 2008 S. 232. Auch von Keitz, a.a.O. (Fn. 9), S. 267, stellt deutlich unterschiedliche Detaillierungsgrade hinsichtlich der Berichterstattung über Arten von Transaktionen fest.

⁶⁵ Vgl. Küting/Seel, KoR 2008 S. 231 ff.

Tabelle 3 zeigt wesentliche deskriptive Statistiken für die untersuchte Stichprobe. Bezüglich der Corporate Governance Variablen zeigt sich, dass Unternehmensinsider (Vorstand, Aufsichtsrat und Familien) im Mittel 17% der stimmberechtigten Aktien halten. 5% der Anteile befinden sich durchschnittlich im Besitz strategischer Investoren; institutionelle Anteilseigner verfügen im Schnitt über 9% der Anteile. Die variable Vergütung macht durchschnittlich 53% der gesamten Vorstandsvergütung aus, 67% der Unternehmen setzen Anreize durch aktienbasierte Vergütungsbestandteile, bzw. langfristig orientierte Boni (*long-term incentives*, LTI).

*** Tab. 3 bitte hier einsetzen***

4. Charakteristika der Unternehmen mit RPT mit Personen

Als erster Schritt einer Charakterisierung der Unternehmen mit/ohne RPT mit Personen werden Mittelwertvergleichstest bzw. Rangsummentests durchgeführt. Hierzu wird der Datensatz gemäß der Indikatorvariable RPT_Pers aufgeteilt und die Hypothese einer Gleichheit der Mittelwerte, bzw. Rangsummen der betrachteten Variablen überprüft. Tab. 4 zeigt, dass Unternehmen, die RPT mit Personen ausweisen sich deutlich von denen ohne solche Geschäfte unterscheiden. So halten Unternehmensinsider, d.h. Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat, sowie Familien, einen signifikant höheren Anteilsbesitz an Unternehmen, die RPT mit nahe stehenden Personen offenlegen, wohingegen strategische und institutionelle Investoren in signifikant geringerem Umfang an diesen Unternehmen beteiligt sind. Zudem besteht in Unternehmen, bei denen RPT mit Personen auftreten, ein signifikant geringerer Anteil der Vergütung aus variablen Bestandteilen und es wird seltener in Form von LTI-Programmen entlohnt. Auch bei den Kontrollvariablen zeigen sich signifikante Unterschiede zwischen den Untergruppen. Somit scheint sich die Corporate Governance der Unternehmen, die RPT mit Personen abschließen, deutlich von denjenigen Unternehmen ohne solche Geschäfte zu unterscheiden; dies liefert mithin erste Indizien im Sinne der o.g. Hypothese.

*** Tab. 4 bitte hier einsetzen***

5. Determinanten von Geschäften mit nahe stehenden Personen

Im zweiten Schritt wird o.g. Hypothese mittels logistischer bzw. Tobit Regressionen überprüft. Tab. 5 zeigt die Schätzung der vermuteten Einflussfaktoren auf das Auftreten von

RPT mit Personen, bzw. die Anzahl der berichteten Transaktionen.⁶⁶ Im Modell 1 mit Kontrollvariablen⁶⁷ erweisen sich alle Corporate Governance Variablen als statistisch signifikant. So zeigt sich, dass die Wahrscheinlichkeit von RPT mit Personen bei steigendem Anteilsbesitz durch Unternehmensinsider zunimmt. Dies deutet darauf hin, dass diese Anteilseigner ihre Verfügungsmacht über das Unternehmen, aber möglicherweise ebenso ihre besonderen Kenntnisse und Beziehungen, dazu verwenden mit diesem weitere Geschäftsbeziehungen einzugehen. Angesichts der vorab angesprochenen empirischen Befunde liegt hierbei eine Interpretation als Ergebnis von Interessenkonflikten nahe; ebenso wäre aber auch denkbar, dass diese RPT u.a. aufgrund bestehender Transaktionskosten effiziente Geschäfte darstellen. Weiterhin zeigt sich, dass ein Anteilsbesitz durch strategische und institutionelle Investoren negativen Einfluss auf das Auftreten von RPT mit Personen hat. Ein ähnliches Ergebnis liegt für die Existenz von LTI-Programmen, sowie, weniger ausgeprägt, für den Anteil variabler Vergütung an der Gesamtvergütung vor. Somit lassen sich die erstgenannten Effekte als Einfluss einer Überwachung durch strategische und institutionelle Investoren deuten, die möglicherweise durch Interessenkonflikte induzierte RPT mit Personen unterbinden. Die Effekte der Vergütungsvariablen hingegen legen einen stärkeren Interessengleichklang von Anteilseignern und Management bei Existenz von anreizverträglichen Entlohnungskomponenten dar; diese können mithin die Anreize setzen, keine negativ konnotierten, bzw. möglicherweise fraudulent Transaktionen einzugehen. Tendenziell sind diese Ergebnisse also im Einklang mit der, in der empirischen Literatur vorherrschenden, aus Kleinaktionärsicht negativen Deutung von RPT mit Personen. Nichtsdestotrotz kann auf Basis dieser Untersuchungen keine abschließende Einordnung von RPT mit Personen in deutschen Unternehmen erfolgen. Bezüglich der statistischen Robustheit zeigt sich, dass in einem Modell ohne Kontrollvariablen (Modell 2) die oben berichteten Ergebnisse mit Ausnahme des Effekts des Anteils der variablen Vergütung erhalten bleiben.⁶⁸

Weiterhin wird in den Modellen 3 und 4 mittels Tobit-Regression die Anzahl der berichteten RPT mit Personen durch o.g. unabhängige Variablen erklärt. Auch hier zeigt sich ein

⁶⁶ Die Regressionen werden, wie in der empirischen Literatur üblich, mit gegenüber Heteroskedastizität robusten (White) Standardfehlern geschätzt. Da 43 Unternehmen keine Angabe über die Anzahl der RPT mit Personen machen, besteht der den Modellen 3 und 4 zugrunde liegende Datensatz aus 323 an Stelle von 366 Beobachtungen.

⁶⁷ In weiteren, nicht berichteten Spezifikationen testen wir zudem alternative Operationalisierungen der Kontrollvariablen, sowie die Berücksichtigung weiterer Kontrollvariablen. Hierbei bleiben die beobachteten Effekte der zentralen erklärenden Variablen qualitativ unverändert. Zudem finden wir, dass oben berichtete Ergebnisse der wesentlichen erklärenden Variablen an statistischer Signifikanz gewinnen, wenn lediglich die Unternehmen betrachtet werden, die immer, bzw. nie eine RPT mit Personen berichten.

⁶⁸ Auch die Schätzgüte der Modelle (Pseudo-R²), die Chi² Statistik und der Anteil korrekt zugeordneter Beobachtungen belegen den Erklärungsbeitrag der Modellspezifikationen. Zudem zeigt die Betrachtung der Variance-Inflation Faktoren (VIF), dass die Modelle nicht durch Multikollinearität verzerrt sind.

signifikant positiver Einfluss des Aktienbesitzes durch Unternehmensinsider. Im Gegenzug haben insbesondere der Anteilsbesitz strategischer Investoren, weniger ausgeprägt der Anteil institutioneller Investoren, signifikant negativen Einfluss auf die Anzahl der RPT mit Personen. Weiterhin zeigt sich ein signifikant negativer Einfluss der Existenz von LTI-Programmen; der Einfluss des Anteils variabler Vergütungselemente ist negativ, wenngleich nur nicht bzw. nur schwach statistisch signifikant. Somit stimmen die auf Basis der Tobit-Regressionen der Anzahl berichteter RPT mit Personen gewonnenen Erkenntnisse mit denen der logistischen Regressionen in ihrer Grundaussage überein.

*** Tab. 5 bitte hier einsetzen***

V. Zusammenfassung

Dieser Beitrag widmet sich einer empirischen Betrachtung der in der deutschen Literatur bislang kaum beachteten Berichterstattung zur Rolle von Geschäften mit nahe stehenden Personen nach IAS 24. Hierzu wird zunächst für einen breiten, mehrjährigen Datensatz deutscher Unternehmen Umfang und Qualität der Berichterstattung deskriptiv untersucht. Im Weiteren werden mittels univariater Analysen, multivariater logistischer und Tobit-Regressionen Determinanten des Auftretens von RPT mit Personen, bzw. des Umfangs dieser Geschäfte identifiziert.

In deskriptiver Hinsicht kann zunächst festgehalten werden, dass rund die Hälfte der beobachteten Unternehmen RPT mit Personen berichten. Während die Berichterstattung über Geschäfte mit nahe stehenden Personen im Beobachtungszeitraum weitgehend stabil bleibt, zeigt sich zwischen den Unternehmen eine hohe Heterogenität mit teils geringer Transparenz der Berichterstattung. So variiert zwischen den Unternehmen der Detailgrad der Offenlegung deutlich; nicht immer werden die zu den jeweiligen Transaktionen zugehörigen Beträge und die Anzahl der Geschäfte ausgewiesen; zudem werden Geschäfte teilweise nur in aggregierter Form berichtet und können manchmal nicht eindeutig zugeordnet werden. Insgesamt führt diese Heterogenität der Berichterstattungsqualität dazu, dass die abgeschlossenen Transaktionen nicht immer transparent und nachvollziehbar offengelegt werden.

Als weitere wesentliche Erkenntnis dieses Beitrags kann im Einklang mit bestehender internationaler Evidenz festgehalten werden, dass Corporate Governance-Charakteristika, gemessen durch Eigentümer- und Vergütungsstruktur einen wesentlichen Erklärungsbeitrag für das Auftreten und die Anzahl von RPT mit Personen liefern. Hierbei nutzen Insideraktiönäre möglicherweise ihren diskretionären Handlungs- und Ermessensspielraum aus, um sol-

che Geschäfte abzuschließen, wohingegen die Existenz von strategischen und institutionellen Investoren sowie eine anreizverträgliche Vorstandsvergütung Wahrscheinlichkeit und Ausmaß solcher Geschäfte verringern.

Wenngleich diese empirische Evidenz keine abschließende Beurteilung von RPT mit Personen erlaubt, gibt die Kombination von mangelnder Transparenz und Berichterstattungsqualität, Corporate Governance-getriebener Transaktionen und der internationalen kapitalmarktbasierter Evidenz zur Gefahr von RPT mit Personen gewissen Anlass zur Sorge. So kann der IAS 24 als reiner Offenlegungsstandard seine Rolle nur erfüllen, wenn die zugehörige Berichterstattung hinreichend detailliert ist, um Kapitalmarktteilnehmern eine Grundlage im Sinne entscheidungsnützlicher Information zu geben. Dies scheint aber angesichts der heterogenen, teils intransparenten und wenig nachvollziehbaren Berichterstattung nicht immer gegeben.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die durch die Überarbeitung des IAS 24 implizierte grundsätzliche Aufmerksamkeit des IASB auf Geschäften mit nahe stehenden Parteien, insbesondere Personen, gerechtfertigt erscheint und hier ein fortdauernder Fokus des Standardsetzers wünschenswert wäre. Zudem sollten Abschlussersteller eine Sensibilität für die Thematik entwickeln, um angesichts der gängigen Praxis von RPT das Spannungsfeld von möglichen Interessenkonflikten gegenüber effizienten Transaktionen durch eine transparente Offenlegung zu entschärfen.

Abschließend wäre es angesichts der heterogenen, in Umfang und Qualität variierenden Berichterstattung wünschenswert, wenn sich insbesondere bei Geschäften mit nahe stehenden Personen eine Identifikation von Gegenpartei und Art des Geschäfts, sowie ein separater Ausweis der zugehörigen Beträge als Best Practice etablieren würde, um so dem Abschlussadressaten eine fundierte Urteilsbildung zu ermöglichen und dem Charakter des IAS 24 als Offenlegungsstandard gerecht zu werden.

Literaturverzeichnis

- Andres, C. (2008): Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership. In: *Journal of Corporate Finance*, 4. Jg. (2008), S. 431-445.
- Bayer, W./Schmidt, J. (2013): BB-Gesetzgebungs- und Rechtsprechungsreport Europäisches Unternehmensrecht 2012. In: *Betriebs-Berater*, 67. Jg. (2013), S. 3-16.
- Bennouri, M./Nekhili, M./Touren, P. (2012): Does Auditor Reputation “Discourage” Related-Party Transactions? The French Case. Working Paper, University of Rouen 2012.
- Böckem, H. (2009): Die Reform von IAS 24 – Angaben über Beziehungen zu nahe stehenden Unternehmen und Personen (Related Party Disclosures). In: *Die Wirtschaftsprüfung*, 62. Jg. (2009), S. 644-649.
- Bömelburg, P./Luce, K. (2011): Kommentierung zu IAS 24. In: Thiele, S./von Keitz, I./Brücks, M. (Hrsg.): *Internationales Bilanzrecht. Kommentar*, 8. Erg.-Lfg. München 2011, IAS 24 Rn. 9-16.
- Busack, H./Scharr, C. (2011): Wesentliche Neuerungen bei der Abgrenzung des Kreises der nahestehenden Unternehmen und Personen. In: *Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung (IRZ)*, 6. Jg. (2011), S. 395-400.
- Chong, S. and Dean, G. (1985): Related party transactions: A preliminary evaluation of SFAS 57 and IAS 24 using four case studies. In: *Abacus*, 21. Jg. (1985), S. 84-100.
- Cullinan, C.P./Durnev, H./Wright, G.B. (2006): A test of the loan prohibition of the Sarbanes-Oxley Act: Are firms that grant loans to executives more likely to misstate their financial results? In: *Journal of Accounting and Public Policy*, 25. Jg. (2006), S. 485-497.
- Deutsche Börse (2011): *Historical Index Compositions of the Equity- and Strategy Indices of Deutsche Börse Version 3.5*. Frankfurt am Main 2011.
- Drygala, T. (2013): Europäisches Konzernrecht: Gruppeninteresse und Related Party Transactions. In: *Die Aktiengesellschaft*, 58. Jg. (2013), S. 198-210.
- EU-Kommission (2004): *Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament über die Verhütung und Bekämpfung von Unternehmens- und Finanzdelikten vom 27.09.2004*.
- Gallery, G./Gallery, N./Supranowicz, M. (2008): Cash-based related party transactions in new economy firms. In: *Accounting Research Journal*, 21. Jg. (2008), S. 147-166.
- Gordon, E.A./Henry, E./Palia, D. (2004a): Related party transactions and corporate governance. In: *Advances in Financial Economics*, 9. Jg. (2004), S. 1-27.
- Gordon, E.A./Henry, E./Palia, D. (2004b): Related party transactions: Associations with corporate governance and firm value. Working Paper, Rutgers Business School 2004.
- Gordon, E. A./Henry, E./Louwers, T.J./Reed, B.J. (2007): Auditing related party transactions: A literature overview and research synthesis. In: *Accounting Horizons*, 21. Jg. (2007), S. 81-102.
- Hoffmann, W.-D. (2011): Angaben über Beziehungen zu nahe stehende Unternehmen und Personen. In: Lüdenbach, N./Hoffmann, W.-D. (Hrsg.): *IFRS Kommentar*, 9. Aufl., Freiburg 2011, § 30 Rn. 17.
- Jensen, M.C./Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics*, 3 Jg. (1976), S. 305-360.

- Kahle, K.M./Shastri, K. (2004): Executive loans. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39. Jg. (2004), S. 791–811.
- Kohlbeck, M./Mayhew, B.W. (2004): Agency costs, contracting and related party transactions. Working Paper, University of Wisconsin 2004.
- Kohlbeck, M./Mayhew, B.W. (2010): Valuation of firms that disclose related party transactions. In: *Journal of Accounting and Public Policy*, 29. Jg. (2010), S. 115-137.
- Küting, K./Gattung, A. (2005): Nahe stehende Unternehmen und Personen nach IAS 24 (1). In: *Die Wirtschaftsprüfung*, 58. Jg. (2005), S. 1061-1069.
- Küting, K./Seel, C. (2008): Die Berichterstattung über Beziehungen zu related parties - Angabepflichten und Berichtspraxis nach IAS 24. In: *Internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR)*, 8. Jg. (2008), S. 227-235.
- Larcker, D.F./Richardson, S.A./Tuna, I. (2007): Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. In: *The Accounting Review*, 82. Jg. (2007), S. 963-1008.
- McCahery, J.A./Vermeulen, E.P. (2005): Corporate governance crises and related party transactions: A post-Parmalat agenda. In: Hopt, K.J./Wymeersch, E./Kanda, H./Baum, H. (Hrsg.): *Corporate Governance in Context: Corporations, State and Markets in Europe, Japan and the US*. Oxford 2005, S. 215-245.
- Nekhili, M./Cherif, M. (2011): Related parties transactions and firm's market value: The French case. In: *Review of Accounting and Finance*, 10. Jg. (2011), S. 291-315.
- Pizzo, M. (2011): Related party transactions under a contingency perspective. In: *Journal of Management and Governance* (online published), S. 1-22.
- Rapp, M.S./Schaller, P.D./Wolff, M. (2012): Fördern aktienkursbasierte Vergütungsinstrumente langfristig orientierte Unternehmensentscheidungen? Lehren aus der Kreditkrise. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 82. Jg. (2012), S. 1057–1087.
- Reinholdt, A./Schmidt, J. (2011): Angaben über Beziehungen zu nahestehenden Unternehmen und Personen. In: *Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung (IRZ)*, 6. Jg. (2011), S. 111-113.
- Ringleb, H.-M./Kremer, T./Lutter, M./von Werder, A. (2008): *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex*. München 2008.
- Ruhnke, K./Kisseleva, J. (2012): Identifikation nahe stehender Personen im Rahmen der gesetzlichen Abschlussprüfung. In: *Die Wirtschaftsprüfung*, 65. Jg. (2012), S. 1079-1088.
- Ryngaert, M./Thomas, S. (2012): Not All Related Party Transactions (RPTs) Are The Same: Ex Ante Versus Ex Post RPTs. In: *Journal of Accounting Research*, 50. Jg. (2012), S. 845-882.
- Shleifer, A./Vishny, R.W. (1986): Large Shareholders and Corporate Control. In: *Journal of Political Economy*, 94. Jg. (1986), S. 461-488.
- Theile, C./Leippe, J.H. (2009): *IFRS-Handbuch: Einzel- und Konzernabschluss*. Köln 2009.
- Von Keitz, I. (2005): *Praxis der IASB-Rechnungslegung*. 2. Aufl., Stuttgart 2005.
- Weber, C.-P. (2011): Abschnitt 23: Angaben über Beziehungen zu nahe stehenden Unternehmen und Personen. In: Ballwieser, W./Beine, F./Hayn, S./Peemöller, V.H./Schruff, L./Weber, C.-P. (Hrsg.): *Handbuch International Financial Reporting Standards*. 7. Aufl., Weinheim 2011.
- Williamson, O.E. (1990): *Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus*. Tübingen 1990.

- Young, B. (2005): Related party transactions: Why they matter and what is disclosed. In: The Corporate Governance Advisor, 13. Jg. Issue 4 (2005), S. 1-8.
- Zülch, H./Gebhardt, R. (2007): Angaben über Beziehungen zu nahe stehenden Unternehmen und Personen - Entwurf des IASB zur Änderung des IAS 24. - In: Praxis der internationalen Rechnungslegung (PiR), 3. Jg. (2007), S. 139-141.
- Zülch, H./Hendler, M. (2009): Bilanzierung nach IFRS. Weinheim 2009.
- Zülch, H./Popp, M. (2011a): IFRS 2011 – Ab dem Geschäftsjahr 2011 anzuwendende IFRS im Überblick. In: Der Betrieb, 64. Jg. (2011), S. 546-550.
- Zülch, H./Popp, M. (2011b): Angaben über Beziehungen zu nahe stehenden Unternehmen und Personen ab 2011. In: Praxis der internationalen Rechnungslegung (PiR), 7. Jg. (2011), S. 89-95.

Tabelle 1
Aufbau der Stichprobe und deskriptiver Überblick

Panel A: Auswahl der Stichprobe

Alle in DAX, MDAX, TecDAX und SDAX gelisteten Unternehmen zum 01.01.2010	160
Anzahl potenzieller Beobachtungen in 2009 bis 2011	480
Abzüglich Beobachtungen ausländischer Gesellschaftsformen und Finanzunternehmen	-93
Abzüglich Beobachtungen mit fehlender Daten	-21
Gesamtzahl der Beobachtungen in der Stichprobe	366

Panel B: Verteilung nach Jahren

	Jahr	2009	2010	2011	Insgesamt
Insgesamt	Anzahl	123	122	121	366
Mit RPT_PERS	Anzahl	64	62	61	187
	Anteil	52,0%	50,8%	50,4%	51,1%
Ohne RPT_PERS	Anzahl	59	60	60	179
	Anteil	48,0%	49,2%	49,6%	48,9%

Panel C: Anzahl berichteter RPT mit Personen

Anzahl berichteter RPT_PERS	0	1	2	3	Mehr	K.A.
Anzahl	179	50	49	26	19	43
Anteil	48,9%	13,7%	13,4%	7,1%	5,2%	11,7%

Panel D: Kontinuität von RPT mit Personen

Berichtete RPT_PERS	Nie	Einmal	Zweimal	Immer
Anzahl	165	9	24	168
Anteil	45,1%	2,5%	6,6%	45,9%

Panel E: Verteilung nach Indizes

	Index	DAX	MDAX	TecDAX	SDAX
Insgesamt	Anzahl	75	124	74	93
Mit RPT_PERS	Anzahl	28	62	38	59
	Anteil	37,3%	50,0%	51,4%	63,4%
Ohne RPT_PERS	Anzahl	47	62	36	34
	Anteil	62,7%	50,0%	48,6%	36,6%

Panel F: Verteilung nach Global Industry Classification Standards

	GIC	Grundstoffe	Industrie	Verbrauchs- güter	Invest.-güter	Gesundh.- wesen	Inf. Tech.	Versorg. & Telekom.
Insgesamt	Anzahl	39	112	81	15	45	50	24
	Anteil	10,7%	30,6%	22,1%	4,1%	12,3%	13,7%	6,6%
Mit RPT_PERS	Anzahl	18	54	52	4	25	26	8
	Anteil	46,2%	48,2%	64,2%	26,7%	55,6%	52,0%	33,3%
Ohne RPT_PERS	Anzahl	21	58	29	11	20	24	16
	Anteil	53,8%	51,8%	35,8%	73,3%	44,4%	48,0%	66,7%

Tabelle 2
Berichterstattungsqualität

Panel A: Angaben zu Beträgen

		Irgendein Betrag	Umsätze/ Zuflüsse	Aufwend./ Abflüsse	Forderungen	Verbindlichkeiten
Mit RPT_PERS	Anzahl	187	187	187	187	187
Hiervon Angaben zu:	Anzahl	141	80	121	63	68
	Anteil	75,4%	42,8%	64,7%	33,7%	36,4%

Panel B: Art und Umfang der Berichterstattung

		Anzahl der Geschäfte	Markt- üblichkeit	Matrix- darstellung	Separate Geschäfte	Keine eindeut. Zuordnung
Mit RPT_PERS	Anzahl	187	187	187	187	187
Hiervon Angaben zu:	Anzahl	144	114	80	84	77
	Anteil	77,0%	61,0%	42,8%	44,9%	41,2%

Tabelle 3*
Deskriptive Statistiken

	N	Arithm. MW	Median	St.Abw.	Min	Max
<i>RPT_PERS</i>	366	0,51	1,00	0,50	0,00	1,00
<i>Anteilsbesitz_Ins</i>	366	0,17	0,00	0,24	0,00	1,00
<i>Anteilsbesitz_Strat</i>	366	0,05	0,00	0,14	0,00	0,89
<i>Anteilsbesitz_Inst</i>	366	0,09	0,06	0,12	0,00	1,00
<i>Var_Verg</i>	366	0,53	0,55	0,18	0,00	0,95
<i>LTI_Indikator</i>	366	0,67	1,00	0,47	0,00	1,00
<i>Anlageintensität</i>	366	0,21	0,14	0,19	0,00	0,69
<i>Investitionsquote</i>	366	0,38	0,19	1,16	0,03	15,51
<i>Verschuldungsgrad</i>	366	0,22	0,21	0,15	0,00	0,68
<i>Gesamtkapitalrentabilität</i>	366	0,07	0,06	0,10	-0,48	0,41
<i>Größe (log_Umsatz)</i>	366	7,70	7,39	1,76	0,79	11,98
<i>Bilanzsumme (in Mio.)</i>	366	13.136	1.701	32.742	53	253.626
<i>Umsatzerlöse (in Mio.)</i>	366	10.052	1.614	21.789	2	159.336

Diese Tabelle beinhaltet Anzahl der Beobachtungen, arithmetische Mittelwerte, Mediane, Standardabweichungen, Minima und Maxima der Variablen definiert.

* Diese Tabelle weicht im Hinblick auf den Ausweis der Dezimalstellen von der publizierten Fassung ab.

Tabelle 4
Mittelwertvergleichstest und Rangsummentest

Anzahl	179	187			
	Mittelwert RPT_PERS = 0	Mittelwert RPT_PERS = 1	Diff. der Mittelwerte	T-Statistik	Wilcoxon RS- Test
<i>Anteilsbesitz_Ins</i>	0,08	0,26	-0,17	-7,44***	-7,84***
<i>Anteilsbesitz_Strat</i>	0,09	0,01	0,08	5,90***	5,32***
<i>Anteilsbesitz_Inst</i>	0,11	0,08	0,02	1,68*	3,51***
<i>Var_Verg</i>	0,55	0,52	0,04	1,93**	1,82*
<i>LTI_Indikator</i>	0,77	0,58	0,19	3,91***	3,83***
<i>Anlageintensität</i>	0,20	0,21	-0,01	-1,01	-0,34
<i>Investitionsquote</i>	0,25	0,51	-0,27	-2,20**	-1,76*
<i>Verschuldungsgrad</i>	0,20	0,23	-0,04	-2,44***	-2,21**
<i>Gesamtkapitalrentabilität</i>	0,05	0,09	-0,04	-3,65***	-2,25**
<i>Größe (log_Umsatz)</i>	7,90	7,50	0,39	2,14**	3,24**

Diese Tabelle zeigt Mittelwertvergleichstests und Rangsummentests für die erklärenden Variablen. (*) indiziert statistische Signifikanz auf dem 10% Niveau, (**) auf dem 5% Niveau und (***) auf dem 1% Niveau.

Tabelle 5
Ergebnisse der Logit- und Tobit-Regression

Variablen	RPT_PERS (Logit)				ANZ_RPT_PERS (Tobit)	
	1	VIF	2	VIF	3	4
<i>Anteilsbesitz_Ins</i>	2,806 (3,93)***	1,51	2,794 (4,07)***	1,40	1,27 (2,10)**	1,55 (2,46)**
<i>Anteilsbesitz_Strat</i>	-9,860 (4,06)***	1,16	-8,940 (4,39)***	1,15	-11,396 (3,86)***	-12,043 (4,09)***
<i>Anteilsbesitz_Inst</i>	-3,028 (2,74)***	1,32	-1,889 (1,66)*	1,26	-2,389 (2,15)**	-1,817 (1,44)
<i>Var_Verg</i>	-1,453 (1,69)*	1,52	-0,955 (1,40)	1,15	-1,205 (1,23)	-1,407 (1,66)*
<i>LTI_Indikator</i>	-0,918 (2,98)***	1,30	-0,873 (2,87)***	1,22	-0,698 (2,21)**	-0,691 (2,13)**
<i>Anlageintensität</i>	0,895 (0,76)	1,33			-0,830 (0,75)	
<i>Investitionsquote</i>	1,341 (1,63)	1,15			0,299 (4,59)***	
<i>Verschuldungsgrad</i>	4,058 (3,61)***	1,39			4,135 (4,46)***	
<i>Gesamtkapitalrentabilität</i>	3,275 (2,36)**	1,29			3,111 (2,42)**	
<i>Größe (log_Umsatz)</i>	0,011 (0,13)	1,53			0,005 (0,05)	
<i>Konstante</i>	-1,566 (1,37)		0,479 (0,67)		-0,344 (0,35)	
<i>Zeiteffekte</i>	JA		JA		JA	JA
<i>Industrieffekte</i>	JA		JA		JA	JA
<i>Anzahl</i>	366		366		323	323
<i>Pseudo R²</i>	0,2865		0,2166		0,1063	0,0756
<i>Chi² Statistik / F-Statistik</i>	85,41***		76,44***		6,69***	4,23***
<i>Korrekt zugeordnet</i>	73,22%		68,85%		-	-
<i>Unbeschränkte Beob.</i>	-		-		144	144
<i>Mittlerer VIF</i>	1,35		1,24		1,35	1,24

Diese Tabelle zeigt Logit-, bzw. Tobit-Schätzungen verschiedener Spezifikationen unternehmensspezifischer Variablen. Abhängige Variable ist ein binärer Indikator für Existenz von RPT mit Personen, bzw. die Anzahl der berichteten RPT mit Personen. Die Ergebnisse basieren auf der vollständigen Stichprobe von 366 Beobachtungen, bzw. 323 Beobachtungen, die die Anzahl der RPT mit Personen offenlegen, in den Jahren 2009 bis 2011. Alle Regressionen werden mit robusten (White) Standardfehlern geschätzt. T-Statistiken sind in Klammern dargestellt. (*) indiziert statistische Signifikanz auf dem 10% Niveau, (**) auf dem 5% Niveau und (***) auf dem 1% Niveau.

