Jürgen Hagmüller

Publizitätsverhalten von Unternehmen

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Jürgen Hagmüller

Publizitätsverhalten von Unternehmen

Eine Corporate Governance-Perspektive

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Ulf Schiller

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Bibliografische Information Der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Dissertation Universität Bern, 2007

Inauguraldissertation zur Erlangung der Würde eines Doctor rerum oeconomicarum der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Bern.

Die Fakultät hat diese Arbeit am 14.06.2007 auf Antrag der beiden Gutachter Prof. Dr. Ulf Schiller und Prof. Dr. Jochen Bigus als Dissertation angenommen, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Auffassungen Stellung nehmen zu wollen.

1. Auflage 2008

Alle Rechte vorbehalten
© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2008

Lektorat: Frauke Schindler / Nicole Schweitzer

Der Gabler Verlag ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media.
www.gabler.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main
Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier
Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-1017-2

Geleitwort

Nachrichten aus dem Gebiet der Corporate Governance bilden einen fast täglichen Bestandteil der Wirtschaftspresse. Dabei nehmen Klagen über astronomische Managementgehälter einerseits und Sorgen um die manipulationsfreie Finanzberichterstattung andererseits breiten Raum ein.

Diese beiden Themen stehen im Zentrum der Dissertation von Jürgen Hagmüller, der sich damit eines tagespolitisch hoch relevanten Forschungsthemas angenommen hat. Im Gegensatz zur täglichen Diskussion, die teilweise religiös anmutende Züge trägt, nähert sich Jürgen Hagmüller dem Gebiet von der Grundlagenforschung her. Im Mittelpunkt stehen spieltheoretische Untersuchungen zur Dreiecksbeziehung zwischen Managementmotivation, verzerrter Berichterstattung und der Preisbildung auf dem Kapitalmarkt.

Dem Leser bietet Jürgen Hagmüller zunächst einen institutionellen Überblick über die mit der Finanzberichterstattung verbundenen international geltenden Regelungen, insbesondere über Mechanismen, durch die eine verzerrte Finanzberichterstattung verhindert werden soll. Im weiteren Verlauf wendet sich die Dissertation dem gegenwärtigen Stand der Forschung zu, bevor Jürgen Hagmüller in den Kapiteln vier und fünf seine eigenen Forschungsfragen zum Themenkreis bearbeitet. Unter letzteren sei dem Leser die Analyse der Interaktion zwischen Leistungs- und Berichterstattungsanreizen von Managern ans Herz gelegt (Kapitel fünf). Im Zentrum dieser Analyse steht das folgende Dilemma: Um einem Manager Leistungsanreize zu geben, bedarf es einer erfolgsabhängigen Entlohnung. Andererseits hat ein Manager aber

bessere Informationen über den Erfolg aus seinen Bemühungen als die Öffentlichkeit. Insofern unterliegt er, gerade bei stark ausgeprägten Leistungsanreizen, der natürlichen Versuchung seinen Leistungsausweis zu manipulieren. Jürgen Hagmüllers Frage ist, inwieweit unterschiedliche Sanktions-Regimes – direkte auf den Manager bezogene wie in den USA oder indirekte, unternehmensbezogene wie in der Schweiz – unterschiedliche Anreize in Bezug auf das Publizitätsverhalten setzen. Das Ergebnis ist richtungweisend für die künftige Corporate Governance-Diskussion, da es in einem modelltheoretischen Rahmen die Anreizwirkung verschiedenster Einflussfaktoren auf das Publizitätsverhalten aufzeigt. Dadurch werden ungewollte Nebenwirkungen, denen bisher in der Corporate Governance Debatte wenig Beachtung geschenkt wurde, transparent aufgezeigt.

Jürgen Hagmüllers Dissertationsprojekt wurde über eine längere Wegstrecke durch den Schweizerischen Nationalfonds unter dem Projekttitel „Disclosure and Earnings Management“ finanziell unterstützt. Als Projektleiter danke ich dem SNF hierfür und wünsche der Arbeit eine freundliche Aufnahme durch die Leserschaft.

Professor Dr. Ulf Schiller

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Unternehmensrechnung und Controlling an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Bern. Mein Dank gilt Professor Dr. Ulf Schiller, der durch seine fortwährende Diskussionsbereitschaft eine stete Hilfe war. Er liess mir die notwendigen Freiräume, um diese Arbeit zügig fertig stellen zu können. Durch seine Unterstützung ermöglichte er mir ausserdem, einen 12-monatigen Forschungsaufenthalt in den USA zu realisieren. In diesem Zusammenhang danke ich Professor Stefan Reichelstein PhD und Professor Sunil Dutta PhD für die Einladungen an die Stanford Graduate School of Business respektive an die Haas School of Business, Berkeley sowie deren wissenschaftliche Unterstützung vor Ort.

Unterstützung erfuhr ich ausserdem von Freunden und Kollegen an diesem und an benachbarten Instituten, wofür ich ihnen danke. Besonders danken möchte ich Björn Walker für seine immer grosszügige Hilfe am Institut und beim Erstellen dieser Arbeit. Neben ihm danke ich Reto Balmer, Sabine Böckem, Carlos Corona, Merle Ederhof und Claudius Leibfritz für unzählige Verbesserungsvorschläge in verschiedenen Diskussionsrunden sowie Beatrice Pidoux für die administrative Unterstützung.

Mein besonderer Dank gilt Deborah Knirsch, die mich während der gesamten Erstellung dieses Dissertationsprojekts unterstützte. Sie übernahm neben Sabine Böckem und Björn Walker die Korrektur der Arbeit, und alle drei

sparten nicht an Verbesserungen, die ich auch nach kritischem Hinterfragen meinerseits so gut wie nie ablehnen konnte.

Danken möchte ich ausserdem Herrn Professor Dr. Jochen Bigus für die Erstellung des Zweitgutachtens sowie dem Schweizerischen Nationalfonds und der UniBern Forschungsstiftung für die grosszügige finanzielle Unterstützung.

Nicht zuletzt danke ich meiner Familie, ohne die diese Arbeit mit Sicherheit nicht zustande gekommen wäre.

Jürgen Hagmüller

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis **XIII**

Abkürzungsverzeichnis **XV**

Symbolverzeichnis **XVII**

1 Einleitung **1**

1.1 Problemstellung 1

1.2 Aufbau der Arbeit 4

2 Konzeptionelles Umfeld **7**

2.1 Trennung von Eigentum und Kontrolle 7

2.2 Aufgaben der Finanzberichterstattung 9

2.2.1 Earnings Management-Verhalten von Managern 10

2.2.2 Durchsetzung von Rechnungslegungsstandards 12

2.2.2.1 Sanktionsmechanismen 13

2.2.2.2 Best Practice-Empfehlungen 16

2.2.3 Gesetzliche und freiwillige Publizität 17

2.3 Erfolgsabhängige Entlohnungssysteme und Agency-Konflikte . 20

2.3.1 Aufgabe des Verwaltungsrats bei der Festlegung der Entlohnung 20

2.3.2 Aktienbasierte Entlohnung 21

2.3.3 Offenlegung der Entlohnung 23

3 Stand der Forschung **27**

3.1 Publizitätsverhalten und -anreize von Unternehmen 28

3.2 Reaktion des Kapitalmarktes auf Publizitätspolitik 32
3.3 Agency-Probleme und Publizitätsverhalten 34

4 Freiwilliges Publizitätsverhalten von Managern 39
4.1 Modellbeschreibung 40
4.2 Ergebnisse der modelltheoretischen Analyse 48
4.2.1 Verzerrungsanreize bei einem informativen Bericht . . . 48
4.2.2 Zielfunktion des Managers bei einem uninformativen Bericht 52
4.2.3 Publizitätsgleichgewicht 52
4.2.4 Komparative Statik bei sicherem Informationsbesitz . . 55
4.2.4.1 Einfluss von Rechnungslegungsstandards . . . 59
4.2.4.2 Einfluss von aktienabhängiger Entlohnung . . 60
4.2.5 Komparative Statik bei unsicherem Informationsbesitz 62
4.3 Interessenkonflikt zwischen Management & Eigentümern . . . 68
4.4 Anreize des Managers Informationen zu erhalten 72
4.5 Einfluss von Insidern im Kapitalmarkt 76
4.5.1 Markt mit zwei Investorengruppen 77
4.5.2 Publizitätsgleichgewicht bei zwei Investorengruppen . . 81
4.6 Zusammenfassung 86

5 Gesetzliches Publizitätsverhalten von Managern 89
5.1 Modellbeschreibung 91
5.2 Marktpreisbildung 98
5.3 Earnings Management-Verhalten des Managers 100
5.4 Arbeitseinsatz des Managers 103
5.5 Optimaler Entlohnungsvertrag 105
5.5.1 Entlohnungsvertrag ohne Earnings Management 105
5.5.2 Entlohnungsvertrag unter Berücksichtigung von Earnings Management 107
5.5.3 Komparative Statik 110
5.6 Zusammenfassung 113

6 Zusammenfassung 115

A Nachweis eines eindeutigen Publizitätsgleichgewichts **121**

B Beweis von Lemma 5 **125**

B.1 Herleitung von $\frac{dx^*}{dp}$ 125

B.2 Beweis, dass $\frac{dx^*}{dp} < 0$ 127

C Ex-ante Erwartungswert **131**

D Publizitätsanreize der Manager **133**

E Beweis von Lemma 13 **135**

Literaturverzeichnis **139**

Abbildungsverzeichnis

4.1 Zeitstrahl 41
4.2 Spielbaum 47
4.3 Separierender Effekt des Schwellenwerts x^* 54
4.4 Illustration der Gleichgewichtsbedingung 57
4.5 Beste Antwort des Marktes bei Unsicherheit über die Informationsausstattung 64
4.6 Intervalle im Gleichgewicht 72
4.7 Gewählte Informationsverzerrung bei zwei Investorengruppen . 81

5.1 Zeitstrahl 92

B.1 Abbildung von $s \cdot [\mu_u - P^{ND}]$ und $2 \cdot \sigma_y^2 \cdot c$ 128

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AKEIÜ	Arbeitskreis Externe und Interne Überwachung der Unternehmung der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.
AMEX	American Stock Exchange
APB	Accounting Principles Board
Art.	Artikel
bzw.	beziehungsweise
CEO	Chief Executive Officer
cov	Kovarianz
CFO	Chief Financial Officer
d.h.	das heisst
Discl.	Disclosure
DPR	Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung
ECGI	European Corporate Governance Institute
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FASB	Financial Accounting Standards Board
FIFO	first in first out
FOC	Bedingung erster Ordnung
FRRP	Financial Reporting Review Panel
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
KR	Kotierungsreglement
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations

ND	Nondisclosure
NYSE	New York Stock Exchange
OR	Obligationenrecht
Prob	Wahrscheinlichkeit
RK	Rahmenkonzept für die Aufstellung und Darstellung von Abschlüssen
S.	Seite
SEC	Securities and Exchange Commission
SFAC	Statement of Financial Accounting Concepts
Swiss Code	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance
SWX	Swiss Exchange
USA	United States of America
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
u.a.	und andere
var	Varianz
vgl.	vergleiche
z.B.	zum Beispiel
Ziff.	Ziffer

Symbolverzeichnis

$\tilde{}$	Zufallsvariable
$\hat{}$	Vermutete Variable
*	Gleichgewicht
α	Regressionskoeffizient
α_d	Fixgehalt
$\check{\alpha}_d$	Fixgehalt als Vergleichsmass
α_i	Regressionskoeffizient der Investoren mit Insiderwissen
α_o	Regressionskoeffizient der Investoren ohne Insiderwissen
α_P	Regressionskoeffizient
β	Wertrelevanz des Berichts m
β_d	Pay Performance-Sensitivität
$\check{\beta}_d$	Pay Performance-Sensitivität als Vergleichsmass
β_i	Wertrelevanz des Berichts m aus Sicht der Investoren mit Insiderwissen
β_o	Wertrelevanz des Berichts m aus Sicht der Investoren ohne Insiderwissen
β_P	Werthaltigkeit des Berichts m
γ	Produktivität des Arbeitseinsatzes
μ_{ε_1}	Erwartungswert von ε_1
μ_u	Erwartungswert von u
μ_{u_1}	Erwartungswert von u_1
Ω_t^M	Informationsmenge des Managers in t
ψ	Grenzkosten aus Ressourceneinsatz
ρ	Risikoaversionsparameter
$\sigma_{\tilde{\varepsilon}}^2$	Varianz von ε
$\sigma_{\tilde{\varepsilon}_1}^2$	Varianz von ε_1
σ_u^2	Varianz von u
$\sigma_{u_1}^2$	Varianz von u_1
σ_y^2	Varianz von y
ε	Erwartungstreuer Störterm

ε_1	Erwartungstreuer Störterm
ε_l	Langfristige Wertkomponente
a	Produktiver Arbeitseinsatz
b	Verzerrung
b_i	Verzerrung bei zwei Gruppen von Investoren
c	Strenge der Rechnungslegungsstandards
c_a	Kostenfaktor des Arbeitseinsatzes
c_b	Strafzahlung bei Aufdeckung der Manipulation
e	Unproduktiver Arbeitseinsatz
f	Fixeinkommen
$f(e)$	Funktion in Abhängigkeit von e
$F(x)$	Funktion in Abhängigkeit von x
$g(\cdot)$	Dichtefunktion
$G(\cdot)$	Verteilungsfunktion
k_a	Kosten aus produktivem Arbeitseinsatz
k_b	Kosten der Verzerrung
k_e	Kosten aus unproduktivem Arbeitseinsatz
m	Informativer Bericht
m^0	Uninformativer Bericht
p	Wahrscheinlichkeit, ein informatives Signal y zu erhalten
p_b	Manipulationswahrscheinlichkeit
P	Aktienpreis
P^A	Preis im Fall A
P^B	Preis im Fall B
P^{Discl}	Preis, wenn m publiziert wird
$P_{\varnothing}^{Discl}$	Durchschnittliche Preisbildung aller Investoren, wenn m publiziert wird
P_i^{Discl}	Preisbildung der Investoren mit Insiderwissen, wenn m publiziert wird
P_o^{Discl}	Preisbildung der Investoren ohne Insiderwissen, wenn m publiziert wird
P^{ND}	Preis, wenn m^0 publiziert wird
P_i^{ND}	Preisbildung der Investoren mit Insiderwissen, wenn m^0 publiziert wird
P_o^{ND}	Preisbildung der Investoren ohne Insiderwissen, wenn m^0 publiziert wird
q_i	Anteil Investoren mit Insiderwissen
q_o	Anteil Investoren ohne Insiderwissen
r	Platzhalter für i oder o
s	Erfolgsabhängiges Einkommen