

c. andres • e. theissen

setting a fox to keep the geese - does the comply-or-explain principle work?

CFR working paper 08-01

Der deutsche Corporate Governance Kodex, der im Jahre 2002 in Kraft getreten ist, wurde bislang empirisch wenig erforscht. Einige Studien untersuchen das Ausmaß der Kodex-Befolgung (z.B. Bassen et al. 2004, Oser et al. 2004) oder den Zusammenhang zwischen der Befolgung und der Wertentwicklung des Unternehmens (Bassen et al. 2007, Drobetz et al. 2004). Sehr wenig ist allerdings über den systematischen Zusammenhang zwischen der Einhaltung des Kodex und Unternehmenscharakteristika bekannt – welcher Unternehmenstypus entspricht dem Kodex eher und durch welche Eigenschaften ist ein Unternehmen gekennzeichnet, das Informationen nicht offenlegen möchte?

Die vorliegende Studie untersucht den empirischen Zusammenhang zwischen Unternehmenscharakteristika und der Befolgung einer spezifischen Empfehlung, nämlich der Empfehlung zur individuellen Offenlegung der Vorstandsvergütung. Dieser Empfehlung folgte nur eine Minderheit der Unternehmen, in unserer Stichprobe etwa 15%. Diese geringe Befolungsquote wurde als Beleg für das Versagen des „Comply or Explain“-Prinzips des Kodex in diesem spezifischen Fall gewertet. In der Konsequenz wurde ein neues Gesetz, das Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz, verabschiedet, das die individuelle Offenlegung der Vorstandsvergütung ab 2007 verbindlich vorschreibt. Dieses Gesetz beinhaltet allerdings eine Ausnahmeregelung, nach der die Offenlegung unterbleiben kann, sofern die Zustimmung von 75% des auf der Hauptversammlung vertretenen stimmberechtigten Kapitals vorliegt.

In unserer Studie untersuchen wir empirisch, welche Unternehmen in den Jahresabschlüssen für 2002 und 2003 der Empfehlung zur Offenlegung gefolgt sind. Wir untersuchen zudem, welche Unternehmen von der Ausnahmeregelung des Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetzes Gebrauch gemacht und eine entsprechenden Antrag auf der Hauptversammlung des Jahres 2006 eingebracht haben.

Es zeigt sich, daß Unternehmen mit höherer durchschnittlicher Vorstandsvergütung tendenziell eine geringere Bereitschaft zur Offenlegung und entsprechend eine stärkere Präferenz für einen Ausnahmeschluß der Hauptversammlung aufweisen. Zudem zeigt sich ein nichtlinearer Zusammenhang zwischen der Aktionärsstruktur und der Offenlegungswahrscheinlichkeit - die Offenlegungswahrscheinlichkeit ist gering bei atomistischer Aktionärsstruktur (da das Ausmaß der Managementkontrolle tendenziell gering ist), sie steigt mit zunehmender Eigentümerkonzentration, sinkt aber bei sehr hoher Eigentümerkonzentration wieder ab (vermutlich deshalb, weil sehr große Aktionäre, die z.B. einen Sitz im Aufsichtsrat haben, ohnehin über die Vorstandsvergütung informiert sind und daher nicht auf die Offenlegung im Jahresabschluß angewiesen sind).

Der Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und der Bereitschaft, einen Ausnahmeschluß durch die Hauptversammlung herbeizuführen, ist dagegen bei atomistischer Eigentümerstruktur am geringsten und nimmt mit zunehmender Konzentration zu. Ein möglicher Grund ist der, daß der Vorstand eines Unternehmens mit atomistischer Eigentümerstruktur im Vorfeld der Hauptversammlung nicht mit den Aktionären kommunizieren kann und so die Erfolgsaussichten des Antrags nicht abschätzen kann.

Insgesamt liefert unsere Arbeit wichtige Erkenntnisse über die Funktionsweise des "Comply-or-Explain"-Mechanismus, der für die europäische Corporate-Governance-Regulierung zentral ist. Wichtig ist insbesondere die Erkenntnis, daß das Management die ihm gegebenen (und von der Eigentümerkonzentration und Monitoring-Intensität abhängigen) Handlungsspielräume nutzt, um die Offenlegung zu vermeiden.