

Stephanie Müller-Bloch

**Regulation of Disclosure and Corporate Governance:
An Empirical Investigation of Economic Consequences**

Abstract

The level of regulation of disclosure and corporate governance on the national and supranational level has increased substantially in the last decade. With that in mind, and in the light of the demand for evidence-based financial reporting and disclosure regulation (Buijink, 2006; Gassen and Günther, 2014; Leuz and Wysocki, 2016), this dissertation aims at investigating economic consequences of such regulation. In particular, this dissertation attempts to provide empirical evidence that helps regulators to assess intended and unintended economic consequences of regulating disclosure and corporate governance.

The dissertation comprises three studies that relate to the economic evaluation of intended and unintended consequences of specific regulatory measures in the field of the regulation of disclosure and corporate governance. The first study investigates the market perception of the regulation of corporate governance. The study aims to infer whether investors perceive the regulation of executive compensation contracts as value enhancing. The second study aims to investigate whether investors value the bonding to the extensive disclosure requirements in the EU-regulated market or whether investors welcome being able to opt out of the EU-regulated market due to an unfavorable cost-benefit tradeoff. The third study of this thesis examines determinants and consequences of firms' downlisting decisions to infer whether costs of disclosure, namely IFRS compliance and enforcement, drive firms away from the EU-regulated market.

Overall, main findings from this thesis emphasize that in the German continental European setting (1) regulation of disclosure and corporate governance does not increase, or may even decrease, shareholder welfare and that (2) regulation potentially drives firms away from high levels of disclosure. Consequently, evidence indicates that regulation fails to meet objectives intended by regulators. In the first study, unlike intended by regulators, regulation of executive compensation contracts decreased shareholder welfare. This finding indicates that private compensation contracts absent regulation were sufficient from a shareholder perspective. Also unlike argued by regulators (Deutscher Bundestag, 2015), evidence on investor perceptions of reduced requirements for leaving the EU-regulated market indicates that, in some cases, investors welcome reduced securities markets regulation (second study). By contrast, increased regulation of opt out requirements does not seem to matter from an investor perspective. Therefore, the regulatory measure likely misses the objective of increased investor protection as it does not increase shareholder wealth. Moreover, regulation of disclosure and enforcement can also lead to unintended consequences (third study). Findings indicate that costs of IFRS compliance and enforcement seem to have driven firms away from the EU-regulated market, and thus the IFRS mandate and the enforcement mechanism.

Zusammenfassung

Der Umfang der Regulierung von Offenlegung und Corporate Governance auf nationaler und übernationaler Ebene hat im vergangenen Jahrzehnt erheblich zugenommen. Aus diesem Grund, sowie vor dem Hintergrund der Forderung nach evidenzbasierter Regulierung von Offenlegung und Corporate Governance (Buijink, 2006; Gassen und Günther, 2014; Leuz und Wysocki, 2016), ist es Ziel dieser Dissertation, die ökonomischen Konsequenzen einer solchen Regulierung zu untersuchen. Insbesondere beabsichtigt diese Dissertation, empirische Evidenz bereitzustellen, die Regulierern dabei hilft, die beabsichtigten und unbeabsichtigten Konsequenzen der Regulierung von Offenlegung und Corporate Governance abzuschätzen.

Diese Dissertation umfasst drei Studien, die sich mit der ökonomischen Evaluierung beabsichtigter und unbeabsichtigter Konsequenzen spezifischer Regulierungsmaßnahmen im Bereich der Offenlegung und Corporate Governance befassen. Die erste Studie untersucht, wie die Regulierung von Corporate Governance am Markt wahrgenommen wird. Ziel der Studie ist es abzuleiten, ob die Regulierung von Vorstandsvergütungsverträgen aus Sicht der Investoren wertsteigernd wirkt. Die zweite Studie soll untersuchen, ob Investoren es schätzen, dass Unternehmen sich den umfangreichen Offenlegungsvorschriften im EU-regulierten Markt unterwerfen oder ob Investoren aufgrund eines unvorteilhaften Kosten-Nutzen-Verhältnisses die Möglichkeit, den EU-regulierten Markt zu verlassen, begrüßen. Die dritte Studie dieser Arbeit untersucht die Determinanten und Konsequenzen der *Downlisting*-Entscheidungen von Unternehmen, um Schlüsse zu ziehen, ob die Kosten der Offenlegung, also die Befolgung der IFRS und des Enforcements, Unternehmen aus dem EU-regulierten Markt drängen.

Die wesentlichen Befunde dieser Arbeit unterstreichen, dass im deutschen kontinentaleuropäischen Umfeld (1) die Regulierung von Offenlegung und Corporate Governance den Nutzen von Anteilseignern nicht erhöht, sondern unter Umständen sogar senkt, und dass (2) Regulierung potentiell geeignet ist, Unternehmen aus einem Umfeld mit umfassender Offenlegung zu vertreiben. Somit deuten die Befunde darauf hin, dass die Regulierung die beabsichtigten Ziele der Regulierer verfehlt. In der ersten Studie zeigt sich, dass die Regulierung von Vorstandsvergütung, im Gegensatz zu der von den Regulierern beabsichtigten Wirkung, den Nutzen für die Anteilseigner reduziert. Dieser Befund weist darauf hin, dass die privatrechtlichen Vergütungsverträge aus Sicht der Anteilseigner auch ohne Regulierung ausreichend waren. Ebenso weisen Befunde bezüglich der reduzierten Anforderungen für ein Verlassen des EU-regulierten Marktes entgegen der Argumentation der Regulierer (Deutscher Bundestag, 2015) darauf hin, dass Investoren in manchen Fällen eine reduzierte Regulierung der Wertpapiermärkte begrüßen (zweite Studie). Im Gegensatz dazu scheint eine stärkere Regulierung der Anforderungen für ein Aussteigen aus dem EU-regulierten Markt aus Sicht der Investoren keine Bedeutung zu haben. Folglich verpasst diese Regulierungsmaßnahme vermutlich das Ziel eines stärkeren Schutzes von Investoren. Darüber hinaus kann die Regulierung von Offenlegung und Enforcement auch zu unbeabsichtigten Konsequenzen führen (dritte Studie). Die Befunde weisen darauf hin, dass die Kosten der Befolgung der IFRS und des Enforcements Unternehmen aus dem EU-regulierten Markt, und somit aus den IFRS und dem Enforcement-Mechanismus, gedrängt haben.