
CARF Luzern 2019

Controlling.Accounting.Risiko.Financen.

Konferenzband

Konferenz Homepage: www.hslu.ch/carf



Informationsvermittlung durch (cash flow) hedge accounting – Eine Studie am deutschen Kapitalmarkt

Research Paper

Derk Lemke, M.Sc.

Universität Passau, Lehrstuhl für Accounting und Auditing, E-Mail: derk.lemke@uni-passau.de

Prof. Dr. Manuela Möller

Universität Passau, Lehrstuhl für Accounting und Auditing, E-Mail: manuela.moeller@uni-passau.de

Abstract

Vor dem Hintergrund der regulatorischen Entwicklungen im Bereich der Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen – Ablösung des IAS 39 durch IFRS 9 – beschäftigt sich der vorliegende Beitrag mit der kapazitiven Informationsvermittlung des (cash flow) hedge accountings. Es stellt sich die Frage, ob und inwiefern das Konstrukt zur Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen einen informellen Mehrwert für die Adressaten des Jahresabschlusses darstellt. Die Ergebnisse der Untersuchung zeigen, dass grundsätzlich hedge accounting nach IAS 39 die Informationsvermittlung des Risikomanagements weder verbessert noch verschlechtert im Vergleich zu einer Nichtanwendung der Vorschriften. Des Weiteren kann festgestellt werden, dass die Anwendung des cash flow hedge accountings – aufgrund bilanzieller Besonderheiten – sogar den Grad an Informationsasymmetrie zwischen Management und externen Analysten negativ beeinflusst.

1 Einleitung

Zum Jahresbeginn 2018 ist der neue Rechnungslegungsstandard IFRS 9 in Kraft getreten, welcher unter anderem die Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen regelt. Hedge accounting unter dem Vorgängerstandard IAS 39 war stets umstritten. Im Mittelpunkt der Kritik standen insbesondere die Komplexität der Vorschriften und zu strenge Qualifizierungsvoraussetzungen, wodurch dem bilanziellen Konstrukt eine realitätsferne Darstellung des Risikomanagements bescheinigt wurde (Gebhardt & Naumann, 1999, S. 1467 f.; Hochreiter, 2017, S. 60; Löw & Theile, 2012, Rz 3200; Thomas, 2015, S. 297 f.). Vor dem Hintergrund der vielfach geübten Kritik an der Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen nach IAS 39 untersucht dieser Beitrag den Informationsgehalt des (cash flow) hedge accountings und reflektiert angesichts dessen die Änderungen durch IFRS 9.

Unter dem Ausdruck financial hedging wird grundsätzlich die Absicherung einer offenen Risikoposition durch derivative Finanzinstrumente verstanden (Bartram, Brown & Fehle, 2009, S. 204; Glaum & Klöcker, 2011a, S. 5). Diese ökonomischen Sicherungsbeziehungen haben aus Unternehmenssicht primär den Zweck, Ergebnisvolatilität zu verringern (Brown, 2001, S. 417 f.; Fok, Carroll & Chiou, 1997, S. 569; Glaum & Klöcker, 2011b, S. 302; Singh, 2004, S. 1 f.). Somit werden die mit dem income smoothing im Zusammenhang stehenden Nutzeffekte realisiert, beispielsweise strukturelle Verbesserungen für Investitionen, eine geringere finanzielle sowie ertragsteuerliche Belastung und auch eine Reduzierung der Informationsasymmetrie zwischen Management und Adressaten (DeMarzo & Duffie, 1995, S. 744 f.; Froot, Scharfstein & Stein, 1993, S. 1655; Smith & Stulz, 1985, S. 403). Um die Beziehung zwischen Risikoposition und Derivat im Jahresabschluss adäquat darstellen zu können, d.h. geringere bilanzielle Ergebnisvolatilität zu erwirken, werden vom Standardsetter die Vorschriften zum (cash flow) hedge accounting offeriert (Schwarz, 2006, S. 210 f.). Die bereits angesprochenen Schwierigkeiten bezüglich der Umsetzung des hedge accountings nach IAS 39 können jedoch dazu führen, dass Unternehmen Abstand von ihrer ökonomisch optimalen Risikomanagementstrategie nehmen und in der Folge Positionen nicht absichern (DeMarzo & Duffie, 1995, S. 744; Glaum & Klöcker, 2011a, S. 36 f.; Lins, Servaes & Tamayo, 2011, S. 548). In der Konsequenz führen die restriktiven Vorschriften des IAS 39 somit potenziell auch zu einer Verschlechterung der Informationsasymmetrie (Guay, Haushalter & Minton, 2002, S. 2 f.).

Die Besonderheiten des cash flow hedge accountings, das neben dem fair value hedge und dem hedge of a net investment als eine Unterart zulässiger Sicherungsbeziehungen internationaler Rechnungslegung fungiert, lassen a priori erwarten, dass bei Anwendung eine Verschlechterung der Informationsasymmetrie zwischen Management und Adressaten eintritt. Maßgeblich hierfür ist das von Gigler, Kanodia & Venugoplan (2007) erwähnte mixed attribute problem (MAP), welches darstellt, dass im Grunde der cash flow hedge eine asymmetrische Bewertung von Grundgeschäft und Sicherungsinstrument nicht verhindert (Campbell, 2015; Gigler et al., 2007; Makar, Wang & Alam, 2013).

Im Rahmen der vorliegenden Studie wird der Frage nachgegangen, ob die Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen eine Verbesserung oder Verschlechterung der Informationsvermittlung zur Folge hat. Hierbei wird das cash flow hedge accounting gesondert betrachtet. Die Ergebnisse der Untersuchung zeigen, dass grundsätzlich hedge accounting nach IAS 39 die Informationsvermittlung des Risikomanagements weder verbessert noch verschlechtert im Vergleich zu einer Nichtanwendung der Vorschriften (vgl. H₁). Des Weiteren kann bestätigt werden, dass sich der Einsatz des cash flow hedge accountings negativ auf den Grad an Informationsasymmetrie zwischen Management und Analysten auswirkt (vgl. H₂). Die Studie leistet damit einen erkenntnisgewinnenden Beitrag auf zwei Ebenen. Zum einen kann das vielfach beschriebene Verbesserungspotenzial des hedge accountings gemäß IAS 39 empirisch untermauert werden, wodurch die Einführung des IFRS 9 und die umfassenden Änderungen in Bezug auf die Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen nachvollziehbar erscheinen. Zum anderen zeigt die Untersuchung, dass das mixed attribute problem und die damit einhergehenden negativen Folgen für die Informationsvermittlung erstmals – nach Kenntnisstand der Autoren – auch für den deutschen Kapitalmarkt nachweisbar sind.

Der Aufbau der Studie gestaltet sich wie folgt: Zunächst wird in Kapitel 2 der Stand der Forschung bezüglich des Themenbereichs (cash flow) hedge accounting dargestellt. Anschließend erfolgt in Kapitel 3 die Herleitung und

Formulierung der Hypothesen. Kapitel 4 widmet sich dem Untersuchungsdesign der Studie, während in Kapitel 5 sodann die univariaten als auch multivariaten Ergebnisse sowie deren Robustheit, Interpretation und Grenzen dem Leser aufgezeigt werden. Am Ende der Studie werden die gewonnenen Erkenntnisse in einem Fazit (Kapitel 6) zusammengefasst, welches auch einen Ausblick auf zukünftige Forschungsmöglichkeiten gestattet.

2 (Cash flow) hedge accounting in der Literatur

Mit Einführung des Statements of Financial Accounting Standard (SFAS) 133 haben sich verschiedene modelltheoretische Analysen den möglichen Konsequenzen des hedge accountings gewidmet. So zeigen DeMarzo & Duffie (1995), dass eine detaillierte Berichterstattung des financial hedgings die Absicherungsaktivitäten des Managements reduziert. Die Offenlegung der Unternehmensperformance lässt Rückschlüsse auf Entscheidungen des Managements zu, wodurch Sicherungsmaßnahmen eher vermieden werden. Werden hingegen Details zum financial hedging nicht publiziert, können Shareholder grundsätzlich die mit dem Risikomanagement im Zusammenhang stehende Qualität des Managements nicht einschätzen.

Melumad, Weyns & Ziv (1999) analysieren die Auswirkungen unterschiedlicher Bilanzierungsvarianten des hedge accountings. Die Autoren stellen hierbei fest, dass nur bei einer umfänglichen fair value-Bewertung von Grundgeschäft und Sicherungsinstrument die hedge-Entscheidungen des Managements nicht verzerrt werden. Bilanzierungsregeln für Sicherungsbeziehungen sind nach Melumad et al. (1999) dann angemessen, wenn Informationen über Risikopositionen des Unternehmens vermittelt werden können, d.h. Informationsasymmetrien beseitigt werden (Hachmeister, 2003, S. 642). Da den erwähnten Studien strenge Modellannahmen zugrunde liegen, ist die jeweilige Aussagekraft eingeschränkt: Während DeMarzo & Duffie (1995) beispielsweise die bilanzielle Bewertung des hedge accountings vernachlässigen, berücksichtigen Melumad et al. (1999) nicht die Informationsvermittlung von Angaben im Anhang (Hachmeister, 2003, S. 650 f.).

Marshall & Weetman (2007) bestätigen die Ausführungen von DeMarzo & Duffie (1995). Sie weisen empirisch nach, dass Manager nicht gewillt sind, alle verfügbaren Informationen über das Risikomanagement preiszugeben. Lins et al. (2011) gehen im Vergleich zu den modelltheoretischen Ansätzen einen Schritt weiter und betonen, dass die konkreten Qualifikationsvoraussetzungen zum hedge accounting einen entscheidenden Einfluss auf die hedge-Aktivitäten nehmen. Unternehmen scheuen beispielsweise die Verwendung nicht linearer Sicherungsprodukte, da IAS 39 und SFAS 133 strenge Korrelationsanforderungen an die Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen stellen.¹ Auch Brown (2001), der sich mit den Motiven des Fremdwährungshedgings beschäftigt, erkennt, dass die Voraussetzungen zum hedge accounting potentiell auf hedge-Entscheidungen wirken. Schließlich steht und fällt die Reduzierung der Ergebnisvolatilität – als ein Motiv des hedgings – mit der Erfüllung der Anforderungen an die Sicherungsbeziehung. Dem entgegen stehen die Ergebnisse von Singh (2004). Der Autor findet keinen signifikanten Nachweis dafür, dass sich der Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten oder die Zielgrößen des Risikomanagements mit Einführung von SFAS 133 ändern. Glaum & Klöcker (2011a) befragen Unternehmen aus Deutschland und der Schweiz hinsichtlich der Anwendung von hedge accounting und untersuchen auch den Einfluss auf das hedge-Verhalten. 72 Prozent der teilnehmenden Unternehmen, die finanzielle Risiken absichern, wenden die Vorschriften zur Bilanzierung von Sicherungsgeschäften gemäß IAS 39 an. Die Autoren vermuten, dass durch die hohe Komplexität der Regeln eine größere Anwendungsbereitschaft verhindert wird. Zudem konstatieren Glaum & Klöcker (2011a), dass die spezifischen Vorschriften des hedge accountings die Absicherungsaktivitäten beeinflussen und in einigen Fällen sogar determinieren.

Panaretou, Shackleton & Taylor (2013) und Potin, Bortolon & Neto (2016) verfolgen im Vergleich zu den bereits genannten Studien einen anderen Forschungsansatz. Sie untersuchen, inwieweit die Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen Einfluss auf die Informationsasymmetrie zwischen Management und Analysten nimmt. Panaretou et al. (2013), deren Stichprobe sich aus Unternehmen des britischen Financial Times Stock Exchange (FTSE) 350 zusammensetzt, kommen zu dem Ergebnis, dass die Anwendung von hedge accounting das Level asymmetrischer

¹ Brown & Toft (2002) und Froot et al. (1993) zeigen, dass nicht lineare payoffs sinnvoller Teil einer Hedgingstrategie sein können.

Information reduziert. Im Gegensatz dazu können Potin et al. (2016), die den brasilianischen Kapitalmarkt fokussieren, keine signifikante Wirkung auf die Informationsasymmetrie nachweisen. Die Autoren begründen den fehlenden Effekt mit dem geringen Umfang ihrer Stichprobe. Aus einem gänzlich anderen Blickwinkel betrachten Kanodia, Mukherji, Sapra & Venugopalan (2000) die Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen. Die Studie thematisiert hedge accounting im Zusammenhang mit der Preiseffizienz am Terminmarkt und zeigt, dass fehlende bzw. ungeeignete Angaben zum hedging falsche Produktionsentscheidungen implizieren.

Die Eigenheiten des cash flow hedge accountings und die damit einhergehenden Folgen sind insbesondere in der jüngeren Vergangenheit zu einem gesonderten Forschungsfeld erwachsen. Bereits Melumad et al. (1999) konstatieren, dass die Option des cash flow hedge accountings Informationsasymmetrien nicht beseitigt. Den Grund hierfür sehen die Autoren in unvollkommenen Vorgaben bezüglich der Bilanzierung von Grundgeschäften. Der erfolgsneutrale Ausweis der Wertschwankungen des Sicherungsinstruments – im Vergleich zu einer erfolgswirksamen Erfassung bei Nichtanwendung des hedge accountings bzw. Anwendung des fair value hedge accountings – hat nach Melumad et al. (1999) keinen Einfluss auf den Gehalt der vermittelten Informationen. Auch Pirchegger (2006) stellt fest, dass aus Sicht des Prinzipals die Anwendung des cash flow hedge accountings nicht vorteilhafter sein muss als die Nichtanwendung. Steigende Agency-Kosten werden hierfür als Ursache gesehen.

Gigler et al. (2007) formulieren das mixed attribute problem im Zusammenhang mit den Bilanzierungsvorschriften zum cash flow hedge: Während Gewinne oder Verluste des absichernden Derivats zum fair value bewertet werden, findet eine derartige Bewertung des Grundgeschäftes nicht statt. Zudem werden detailliertere Angaben im Anhang über die gesicherte Position nicht gefordert. Außenstehende sind mit der Problematik konfrontiert, nicht einschätzen zu können, wie viel von dem verbuchten Gewinn oder Verlust des Derivats durch das abgesicherte Grundgeschäft zukünftig ausgeglichen wird bzw. wie hoch die nicht abgesicherte Risikoposition des Unternehmens ist. Im Zuge dessen zeigen die Autoren, dass Einschätzungen von Investoren hinsichtlich der finanziellen Lage eines Unternehmens verzerrt sein können, wenn die Einschätzung auf effektiven Wertschwankungen von Währungsderivaten, welche Teil eines cash flow hedges sind, basiert. Makar et al. (2013) bestätigen empirisch das MAP. Sie können nachweisen, dass aufgrund der asymmetrischen Bewertung von Sicherungsinstrument und Grundgeschäft aus dem cash flow hedge accounting eine systematisch ineffiziente Informationsvermittlung resultiert. Kapitalmarktteilnehmer unterschätzen die Auswirkungen der im other comprehensive income (OCI) ausgewiesenen Wertschwankungen des Derivats auf die zukünftigen cash flows eines Unternehmens. Hochreiter (2017) repliziert die empirische Herangehensweise von Makar et al. (2013) basierend auf Unternehmen der Europäischen Union (EU) sowie der Schweiz. Der Autor kann in diesem Kontext jedoch keine ineffiziente Informationsvermittlung nachweisen. Campbell (2015) erweitert die Erkenntnisse um das MAP. Der Autor stellt fest, dass Investoren die cash flow hedge-Systematik nicht unpassend deuten, sondern verspätet einpreisen. Auch für Campbell (2015) liegt die Ursache seiner Ergebnisse in den asymmetrischen Bilanzierungsvorschriften gepaart mit unzureichenden Angaben im Anhang. Darüber hinaus wird argumentiert, dass nicht nur die Angaben zum Grundgeschäft unvollständig sind, sondern auch die Angaben zu den derivativen Finanzinstrumenten.²

3 Forschungsmotivation und Hypothesenherleitung

Vor dem Hintergrund der regulatorischen Entwicklungen im Bereich der Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen – Ablösung des IAS 39 durch IFRS 9 – beschäftigt sich der vorliegende Beitrag mit der kapazitiven Informationsvermittlung des (cash flow) hedge accountings. Es stellt sich die Frage, ob und inwiefern das Konstrukt zur Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen einen Mehrwert für die Adressaten des Jahresabschlusses darstellt. Vorherige Literatur analysiert i.d.R. den Nutzen von hedge accounting anhand der Auswirkungen auf das Risikomanagement oder aufgrund der Reaktion der Shareholder (vgl. Kapitel 2). Dieser Artikel fokussiert hingegen, in Anlehnung an Panaretou et al. (2013), den Einsatz bzw. Nichteinsatz der Vorschriften zum (cash flow) hedge

² In den aufgeführten Studien ist stets die forecast transaction als abzusichernde Position Bestandteil einer Sicherungsbeziehung. Diese Art von Grundgeschäft wird bis zum Eintritt off balance geführt, woraus das mixed attribute problem besonders ersichtlich wird.

accounting im Zusammenhang mit den Ergebnisprognosen von Analysten. Nach Kenntnisstand der Autoren dieser Studie liegt eine derartige Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt noch nicht vor.

Die Notwendigkeit spezieller Regelungen hinsichtlich der Abbildung von wirtschaftlichen Sicherungszusammenhängen resultiert aus dem mixed model approach der internationalen Rechnungslegung. Zwei Positionen, die ökonomisch zusammengehören, aber anhand unterschiedlicher Maßstäbe bewertet werden, verursachen eine un gerechtfertigte Ergebnisvolatilität und stellen in der Folge die Ertragslage des Unternehmens nicht angemessen dar (Lüdenbach, Hoffmann & Freiberg, 2018a, § 28a, Rz 2). Die Vorschriften des hedge accountings sind die Antwort auf diese Problematik. Mit ihnen wird eine erhöhte Volatilität des Ergebnisses vermieden und es lassen sich die mit dem hedging bzw. income smoothing im Zusammenhang stehenden Vorzüge erzielen: Unter anderem ein besseres Planen und Finanzieren von Investitionsvorhaben, eine geringere finanzielle und ertragsteuerliche Belastung und eben auch ein geringeres Level an Informationsasymmetrie zwischen Management und Adressaten (DeMarzo & Duffie, 1995, S. 744 f.; Froot et al., 1993, S. 1655; Smith & Stulz, 1985, S. 403).

Aus der großen Anzahl an Unternehmen, die Positionen absichern, aber auf hedge accounting verzichten (Glaum & Klöcker, 2011a, S. 36), lässt sich jedoch schließen, dass der Nutzen der optionalen Sondervorschriften nicht immer überzeugt. Hohe Kosten, Komplexität sowie restriktive Qualifizierungsvoraussetzungen – Dokumentation, Effektivitätsmessung, einschränkende Auswahl an Sicherungsinstrumenten – hindern Unternehmen vielfach an der Umsetzung (Glaum & Klöcker, 2011a, S. 36; Singh, 2004, S. 7 u. 33 f.). Die in der Folge freiwillige Nichtanwendung des hedge accountings scheint das Potential zu haben, die entstehenden Kosten einer höheren Ergebnisvolatilität zu decken (Zhang, 2009, S. 247 f.); zumal sich die erhöhte Ergebnisvolatilität lediglich aus einer Änderung der Rechnungslegung ergründet und nicht aus einem erhöhten wirtschaftlichen Risiko (Singh, 2004, S. 2 u. 6). Folglich könnte für Unternehmen, die das Risikomanagement an ihrem Marktwert orientieren, die bilanzielle Konsequenz einer Nichtanwendung des hedge accountings eine untergeordnete Rolle spielen (Franke & Hax, 2009, S. 646).

Studien können des Weiteren nachweisen, dass die Anforderungen zum hedge accounting die hedge-Aktivitäten von Unternehmen beeinflussen und diese sich somit von der ökonomisch optimalen Risikomanagementstrategie distanzieren (DeMarzo & Duffie, 1995, S. 744; Glaum & Klöcker, 2011a, S. 36 f.; Lins et al., 2011, S. 548), „... accounting rules will drive the real operating decisions of managers instead of the economic reality“ (Singh, 2004, S. 8). Unternehmen, welche die Regelungen zum hedge accounting anwenden, setzen aufgrund der restriktiven Qualifizierungsvoraussetzungen andere derivative Produkte ein bzw. ändern den Absicherungshorizont sowie den Umfang der Absicherung (Panaretou et al., 2013, S. 117). Die Konsequenz jenes Verhaltens ist ein erhöhtes finanzielles Risiko, dem sich die Unternehmen aussetzen, was jedoch vor dem Hintergrund befürchteter Fehlinterpretationen der Bilanzadressaten akzeptiert wird (Glaum & Klöcker, 2011a, S. 37). Schließlich ist möglich, dass Adressaten ungünstige Unternehmensergebnisse, die trotz sinnvoller Risikostrategie eintreten, irrtümlich als Ergebnis schlechten Managements interpretieren (Franke & Hax, 2009, S. 647). Die fehlende Absicherung offener Risikopositionen – bedingt durch die Qualifizierung zum hedge accounting – stellt Externe wiederum vor das Problem, den Einfluss dieser Positionen auf die Ertragslage eines Unternehmens nur schwer einschätzen zu können. Folglich steigt das Level an Informationsasymmetrie zwischen Management und Analysten. Guay et al. (2002) zeigen, dass Analysten lediglich 25-60 Prozent der von Zins-, Wechselkurs- und Rohstoffpreisschocks ausgelösten Unsicherheiten in Prognosen berücksichtigen (DeMarzo & Duffie, 1995, S. 744 f.; Guay et al., 2002, S. 2 f).

Letztendlich stehen Unternehmen – insbesondere bei einer vorliegenden Nichtqualifizierung zum hedge accounting – vor der Herausforderung, entweder das Risikomanagement im Sinne der Vorschriften anzupassen oder auf eine Anwendung zu verzichten (Glaum & Klöcker, 2011a, S. 2; Lins et al., 2011, S. 527 f.; Panaretou et al., 2013, S. 116 f.). Angesichts der beschriebenen und a priori unbekanntenen Richtungswirkung des hedge accountings auf die Informationsasymmetrie (positiv oder negativ) soll mithilfe dieser Studie zunächst ergründet werden, ob die Anwendung der speziellen Bilanzierungsvorschriften im Vergleich zu einer Nichtanwendung die erfolgreiche

Informationsvermittlung fördert oder nicht. In diesem Sinne bildet die folgende Hypothese den Ausgangspunkt für die anschließenden Analysen:

H₁: Das Level an Informationsasymmetrie zwischen Management und Analysten unterscheidet sich zwischen Anwendern und Nichtanwendern des optionalen hedge accountings.

In einem nächsten Schritt widmet sich dieser Beitrag dem cash flow hedge accounting. Das von Gigler et al. (2007) formulierte MAP zeigt, dass durch die Umsetzung des cash flow hedge accountings nur bedingt die Problematik des mixed model approach gelöst wird. Obwohl sich die regelspezifische Ergebnisvolatilität durch den Einsatz eines cash flow hedges senken lässt, bleibt eine asymmetrische Bewertung von Grundgeschäft und Sicherungsinstrument erhalten. Es werden lediglich die Wertschwankungen des Derivats zunächst erfolgsneutral anstatt erfolgswirksam erfasst. Die Rechnungslegung des Grundgeschäftes ändert sich nicht (IAS 39.95 bzw. IFRS 9.6.5.11). Da jedoch off balance Positionen – forecast transactions und feste Verpflichtungen – zulässige Grundgeschäfte im Sinne des cash flow hedge accountings sind (IAS 39.86 u. 39.87 bzw. IFRS 9.6.5.2 u. 9.6.5.4), kann dieser Umstand im Hinblick auf die Informationsvermittlung zu Problemen führen. Mit anderen Worten ausgedrückt: Das Management, welches den cash flow hedge einsetzt, kennt zum Zeitpunkt des Eingehens und während der gesamten Laufzeit der Sicherungsbeziehung das Derivat, den Umfang der Absicherung und die offene Risikoposition. Externe hingegen können nur die Wertschwankungen des Sicherungsinstruments beobachten. Hinreichende Informationen über das Grundgeschäft bleiben aufgrund des unveränderten Nichtansatzes verwehrt (Makar et al., 2013, S. 70 f.; Melumad et al., 1999, S. 272 ff.). Auch die Angaben im Anhang liefern diesbezüglich keinen informellen Mehrwert (Campbell, 2015, S. 253; IFRS 7.22-24 a.F.³).

Der aus Sicht der Adressaten unbefriedigende Informationsgehalt des cash flow hedge accountings hat in der Konsequenz Auswirkungen auf deren Analyse bzw. Gewinnprognose. Außenstehende können aufgrund fehlender Informationen zu Absicherungen, die nicht durch die Sondervorschriften dargestellt werden, nur bedingt abschätzen, ob die gesamte Risikoposition oder nur ein Anteil durch die Wertschwankungen des Derivats ausgeglichen wird (Gigler et al., 2007, S. 260; Hochreiter, 2017, S. 230). Unsicherheiten hinsichtlich der erfolgswirksamen Erfassung bei Eintritt des Grundgeschäftes sind die Folge. Basierend auf der dargestellten Argumentation wird erwartet, dass Analysten Jahresergebnisse von Unternehmen, welche das cash flow hedge accounting umsetzen, schlechter prognostizieren können. Makar et al. (2013) und Campbell (2015) zeigen bereits, dass Shareholder das Konstrukt des cash flow hedges fehlinterpretieren bzw. die vermittelten Informationen nicht zeitnah einpreisen. In diesem Sinne sei folgende Hypothese formuliert:

H₂: Anwender des cash flow hedge accountings weisen ein höheres Level an Informationsasymmetrie zwischen Management und Analysten auf als Unternehmen, welche kein cash flow hedge accounting anwenden.

³ In dieser Studie wird zwischen dem Redaktionsstand des IFRS 7 vor Einführung (a.F.) und nach Einführung (n.F.) des IFRS 9 unterschieden.

4 Forschungsdesign

4.1 Daten und Stichprobenauswahl

Das Untersuchungssample dieser Studie setzt sich aus Unternehmen zusammen, die in dem Zeitraum von 2009 bis 2015 Bestandteil des DAX, MDAX, SDAX oder TecDAX waren. Eine Auswertung früherer Jahresabschlüsse wird nicht vorgenommen, da die Qualität der Erläuterungen zu den Sicherungsbeziehungen deutlich schlechter ist (Hochreiter, 2017, S. 243; Salewski, Teuteberg & Zülch, 2014, S. 32). Der Untersuchungszeitraum korrespondiert folglich mit dem Anwendungszeitraum des IAS 39. Da der Beitrag den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten im Zuge von Absicherungsaktivitäten fokussiert, werden Unternehmen der Finanzbranche (SIC-Code 60 bis 67) ausgeschlossen (Deutsche Bank AG, 2016, S. 407). Sonstige Branchen lassen per se keine differenzierte Verwendung von Derivaten vermuten. Zum einen wird dies in den Geschäftsberichten der Unternehmen konsequent abgelehnt und zum anderen weisen Studien darauf hin, dass eine Nutzung von Derivaten bei Unternehmen, die nicht der Finanzbranche angehören, grundsätzlich vor dem Hintergrund der Risikoreduzierung erfolgt (Allayannis & Ofek, 2001, S. 294 f.; Glaum & Klöcker, 2011b, S. 302; Panaretou et al., 2013, S. 121). Sollte aus dem Jahresabschluss eines Unternehmens hervorgehen, dass der Einsatz von Derivaten eine spekulative Gewinnerzielung bzw. den operativen Handel nicht ausschließt, wird die Untersuchungseinheit aus dem Datensatz entfernt (RWE AG, 2016, S. 81). Eine weitere zwingende Voraussetzung der Studie ist, dass die in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen zum jeweiligen Bilanzstichtag auch derivative Finanzinstrumente einsetzen. Schließlich wird in diesem Beitrag eine Gegenüberstellung von Unternehmen, die ihre Absicherungsaktivitäten in bilanzielle Sicherungsbeziehungen kleiden, und denjenigen, die eine solche Bilanzierungsoption bewusst vermeiden, vorgenommen. Somit sind Unternehmen, deren Sicherungspolitik ohne die Verwendung von Derivaten auskommt, kein Bestandteil der Untersuchung (Glaum & Klöcker, 2011a, S. 2; Potin et al., 2016, S. 206).

Neben forschungsthematischen Gründen ist eine Stichprobenanpassung auch aufgrund widersprüchlicher Aussagen zum hedge accounting und Risikomanagement oder aufgrund fehlender Daten notwendig. Informationen zu Sicherungsbeziehungen werden manuell aus den jeweiligen Geschäftsberichten erhoben; Kennzahlen oder Werte für die Variablenbildung entstammen der Thomson Reuters Eikon Datenbank.⁴ Die finale Stichprobe besteht aus 603 jährlichen Unternehmensbeobachtungen (vgl. Tabelle 1).

	n
Unbereinigte Stichprobe	1.631
./.. Finanzbranche	280
./.. Spekulation/Eigenhandel	27
./.. Kein Einsatz von Derivaten	139
./.. Rumpf-Geschäftsjahr	6
./.. Unklare Aussagen im Geschäftsbericht	85
./.. Fehlender IFRS-Abschluss	132
./.. Fehlende Daten	359
Bereinigte Stichprobe	603

Tabelle 1: Stichprobenselektion

4.2 Messung der Informationsasymmetrie

Die etablierte Literatur offeriert verschiedene Ansätze, um eine Quantifizierung von Informationsasymmetrie zwischen Management und Stakeholdern zu erreichen. Unter anderem kann das Handelsvolumen der Anteile, die Geld-Brief-Spanne oder die Aktienkursvolatilität als proxy für asymmetrische Information verwendet werden.

⁴ Primärquellen sind unter anderem Datastream, Institutional Brokers Estimates System (IBES) und Worldscope.

Dahinter steht der Gedanke, dass Informationsasymmetrie mit dem Vorliegen von Illiquidität korreliert und Illiquidität sich wiederum in den genannten Messzahlen widerspiegelt (Brennan & Subrahmanyam, 1996, S. 441 f.; Leuz & Verrecchia, 2000, S. 91 ff.). Weitere Substitute stellen die Anzahl der Analysten, welche sich mit dem jeweiligen Unternehmen befassen, und der Anteil institutioneller Eigentümer dar. In diesem Zusammenhang wird unterstellt, dass die genannten Akteure einen privilegierten Zugang zu dem Management der Unternehmen haben und professionelle Strukturen hinsichtlich des Prozessierens von Informationen aufweisen. Daraus resultiert die Annahme, dass je mehr Analysten einem Unternehmen folgen bzw. je größer der Anteil institutioneller Shareholder ist, ein umso geringerer Grad an asymmetrischer Information besteht (DaDalt, Gay & Nam, 2002, S. 248 f.). Auch die Größe eines Unternehmens kann als Surrogat der Informationsasymmetrie dienen. Hierbei wird unterstellt: Je größer das Unternehmen, desto höher der Anteil institutioneller Inhaber und umso niedriger der Grad asymmetrischer Information (Atiase, 1985, S. 22; DaDalt et al., 2002, S. 249).

Obwohl einige der beschriebenen Messgrößen mit dem thematischen Kontext des Beitrags vereinbar sind, wird dennoch auf eine weitere, alternative Variable zur Messung der Informationsasymmetrie abgestellt. Dies geschieht vor dem Hintergrund einer in verwandten Studien festgestellten Bewährtheit (DaDalt et al., 2002; Panaretou et al., 2013). Dabei handelt es sich um den Prognosefehler ($FError_{i,t}$) von Jahresabschlussanalysten in Bezug auf die Earnings per Share (EPS)-Schätzung. $FError_{i,t}$ definiert sich als absolute Differenz zwischen dem im Jahresabschluss berichteten Ergebnis je Aktie eines Unternehmens ($EPS_{i,t}^B$) und dem arithmetischen Mittel der von verschiedenen Analysten prognostizierten Ergebnisse je Aktie ($\emptyset EPS_{i,t}^P$) skaliert mit dem Aktienkurs vom Ende des vorherigen Geschäftsjahres ($Price_{i,t-1}$). Hierbei gilt: Je größer der Prognosefehler, umso höher ist das Level asymmetrischer Information zwischen Management und Analysten (DaDalt et al., 2002, S. 250; Hope, 2003a, S. 245; Lang & Lundholm, 1996, S. 476; Panaretou et al., 2013, S. 123).

$$FError_{i,t} = \frac{|EPS_{i,t}^B - \emptyset EPS_{i,t}^P|}{Price_{i,t-1}} \quad (1)$$

Da der Zeitpunkt einer Prognose die Qualität dieser bestimmt, ist es sinnvoll den Schätzhorizont einzugrenzen (DaDalt et al., 2002, S. 250; Hope, 2003a, S. 245 u. 264). In diesem Beitrag wird jenem Umstand Rechnung getragen, indem nur die EPS-Schätzungen berücksichtigt sind, die innerhalb drei Monate vor Veröffentlichung des jeweiligen Jahresabschlusses getätigt werden. Vor dem Hintergrund des üblichen fast closing ist somit gewährleistet, dass der volle Informationsgehalt des Geschäftsjahres in die Prognosen miteinfließt (Lüdenbach et al., 2018b, § 4, Rz 6). Damit Ausreißer nicht zu stark ins Gewicht fallen, wird eine Winsorisierung der Variable auf das 1 und 99 Prozent Perzentil vorgenommen.

4.3 Regressionsmodell

Die Messung des Einflusses von hedge accounting (H_1) bzw. cash flow hedge accounting (H_2) auf den Prognosefehler von Analysten erfolgt anhand der nachstehenden Regressionsmodelle. Diese unterscheiden sich lediglich hinsichtlich der interessierenden Variable.

$$FError_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HA_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 EarnVar_{i,t} + \beta_5 MtB_{i,t} + \beta_6 LOSS_{i,t-1} + \beta_7 AF_{i,t} + \beta_k \sum_k Ind_i + \beta_t \sum_t Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$FError_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CHA_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 EarnVar_{i,t} + \beta_5 MtB_{i,t} + \beta_6 LOSS_{i,t-1} + \beta_7 AF_{i,t} + \beta_k \sum_k Ind_i + \beta_t \sum_t Year_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Der Einsatz von speziellen Bilanzierungsvorschriften lässt sich am besten durch eine Testvariable binärer Ausprägung darstellen. Sollte eine Anwendung im Jahresabschluss der Unternehmen festgestellt werden, nimmt die Variable ($HA_{i,t}$ bzw. $CHA_{i,t}$) den Wert 1 an. Tritt die gegensätzliche Sachlage ein, wird der Wert 0 übermittelt. Die Formulierung der weiteren Kontrollvariablen geschieht in Anlehnung an bestehende Literatur.

Die Integration der Unternehmensgröße ($Size_{i,t}$) erfolgt aufgrund der Annahme, dass die Größe mit dem Level asymmetrischer Information korreliert (vgl. Kapitel 4.2). Der natürliche Logarithmus der Summe aller

Vermögenswerte eines Unternehmens – zum jeweiligen Geschäftsjahresende – stellt die konkrete Quantifizierung der Unternehmensgröße in der vorliegenden Studie dar (DaDalt et al., 2002, S. 254).

Die Variable $Lev_{i,t}$ repräsentiert den Verschuldungsgrad eines Unternehmens. Hope (2003b) führt an, dass hoch verschuldete Unternehmen zum Ausweis unbeständigerer Ergebnisse tendieren und in der Folge schwerer einzuschätzen sind (Hope, 2003b, S. 304). Dem entgegen steht die Aussage von DaDalt et al. (2002). Gemäß diesen Autoren können von höher verschuldeten Unternehmen die Erträge besser prognostiziert werden, da diese vergleichsweise eine längere Lebensdauer aufweisen (DaDalt et al., 2002, S. 255). Die dargestellte Ambivalenz wird von Panaretou et al. (2013) bestätigt. Auch sie können a priori keine eindeutige Tendenz feststellen (Panaretou et al., 2013, S. 123). Zur Berechnung von $Lev_{i,t}$ werden in diesem Beitrag die publizierten kurz- und langfristigen Finanzverbindlichkeiten in das Verhältnis zum Buchwert des Eigenkapitals gesetzt (Demerjian & Ross, 2007, S. 12). Dem Beispiel der abhängigen Variable folgend, wird auch in diesem Fall eine Winsorisierung durchgeführt.

Wie bereits angeklungen, hat eine hohe Variabilität der Unternehmensergebnisse das Potential, Prognosen zu erschweren (DaDalt et al., 2002, S. 254 f.; Hope, 2003b, S. 304). Folglich ist die Berücksichtigung einer Variabilitätsgröße im Regressionsmodell angemessen ($EarnVar_{i,t}$). Das IBES offeriert in diesem Zusammenhang eine Maßeinheit, die erfolgreich in früheren Studien eingesetzt wurde (DaDalt et al., 2002, S. 255; Panaretou et al., 2013, S. 123). Sie errechnet sich über den Zeitraum von fünf Jahren aus der Differenz berichteter EPS und einer Wachstumslinie. Je kleiner die Kennzahl, desto konstanter ist das Ergebniswachstum des Unternehmens. Um den Einfluss von Ausreißern reduzieren zu können, wird die Variable durch den natürlichen Logarithmus modifiziert.

Das Marktwert-Buchwert-Verhältnis ($MtB_{i,t}$) des Eigenkapitals ist eine sinnvolle Kontrollgröße dieser Untersuchung, da es das Wachstumspotential von Unternehmen aufzeigt. Growth-Unternehmen weisen im Vergleich zu Unternehmen, deren Geschäftsmodelle etabliert und bekannt sind, komplizierter vorherzusagende Ergebnisse aus. Andererseits dürften insbesondere jene Unternehmen ein gesteigertes Interesse bezüglich der Ergebnisglättung besitzen (DaDalt et al., 2002, S. 255; Panaretou et al., 2013, S. 123). Die Berechnung von $MtB_{i,t}$ erfolgt zum Geschäftsjahresende. Eine Winsorisierung der Variable wird vorgenommen.

Eine weitere Kontrollvariable dieser Studie ist die Tendenz des Vorjahresergebnisses der Untersuchungseinheiten ($Loss_{i,t-1}$). Diesem Ansatz liegt der Gedanke zugrunde, dass die Genauigkeit einer zukünftigen Prognose aufgrund eines zuvor bilanzierten Verlustes leidet. Zur Darstellung des Sachverhalts wird wiederum auf eine Variable binärer Ausprägung zurückgegriffen. Bei Vorliegen eines negativen Vorjahresergebnisses nimmt die Variable den Wert 1 an. Sollte das Ergebnis positiv gewesen sein, bekommt die Variable den Wert 0 zugeschrieben (Hope, 2003b, S. 304; Irani & Karamanou, 2003, S. 22; Panaretou et al., 2013, S. 125).

$AF_{i,t}$ stellt die Anzahl der prognostizierenden sell-side Analysten dar. Eine große Anzahl von Analysten, die dem gleichen Unternehmen folgen, hat eine erhöhte Wettbewerbsintensität zur Folge. Dementsprechend steigt der Anreiz, möglichst exakt zu schätzen, und sinkt der Grad asymmetrischer Information (Panaretou et al., 2013, S. 125). Zu erwähnen sei, dass in dieser Studie nur die Unternehmensbeobachtungen berücksichtigt werden, denen mindestens drei Analysten folgen (Panaretou et al., 2013, S. 130). Somit wird im Hinblick auf die Bildung von $FError_{i,t}$ der Einfluss von extremen Schätzungen eingeschränkt.

Abschließend kontrolliert dieser Beitrag sowohl auf fixe Industrieeffekte (Ind_i) als auch auf fixe Jahreseffekte ($Year_t$). Die Einteilung in die verschiedenen Branchen erfolgt mithilfe des zweistelligen SIC-Code.

5 Empirische Ergebnisse

5.1 Deskriptive Statistiken und univariate Analysen

Anhand des Wilcoxon-Rangsummentests kann gezeigt werden, dass sich der Median von $FError_{i,t}$ sowohl generell zwischen Anwendern und Nichtanwendern des hedge accountings (H_1) als auch zwischen den Anwendern und Nichtanwendern des cash flow hedge accountings (H_2) signifikant unterscheidet (vgl. Tabelle 2). Auch bezüglich der Kontrollgrößen können – außer für $Loss_{i,t-1}$ – durchweg signifikante Differenzen festgestellt werden.⁵

	HA _{i,t} = 1 (n = 473)					HA _{i,t} = 0 (n = 130)					z-Stat.
	p50	mean	sd	min	max	p50	mean	sd	min	max	
FError _{i,t}	0.005	0.014	0.025	0.000	0.160	0.004	0.008	0.011	0.000	0.062	-2.77***
Size _{i,t}	15.020	15.339	1.753	11.839	19.761	13.544	13.457	1.003	11.501	15.929	-11.37***
Lev _{i,t}	0.651	0.938	1.095	0	7.323	0.208	0.365	0.490	0	3.422	-8.49***
EarnVar _{i,t}	3.948	3.901	0.910	1.270	6.553	3.701	3.600	0.887	1.316	5.887	-3.13***
MtB _{i,t}	1.892	2.342	1.719	0.493	10.945	2.311	3.132	2.307	0.642	10.945	3.94***
Loss _{i,t-1}	0	0.123	0.328	0	1	0	0.100	0.301	0	1	-0.71
AF _{i,t}	21	21.216	9.395	3	43	11.5	13.408	7.595	3	37	-8.32***

	CHA _{i,t} = 1 (n = 459)					CHA _{i,t} = 0 (n = 144)					z-Stat.
	p50	mean	sd	min	max	p50	mean	sd	min	max	
FError _{i,t}	0.005	0.014	0.025	0.000	0.160	0.004	0.007	0.011	0.000	0.062	-3.03***
Size _{i,t}	15.047	15.374	1.740	11.839	19.761	13.535	13.528	1.122	11.501	17.225	-11.57***
Lev _{i,t}	0.651	0.904	0.995	0	7.323	0.244	0.531	1.064	0	7.323	-7.81***
EarnVar _{i,t}	3.959	3.891	0.893	1.270	6.421	3.701	3.661	0.954	1.316	6.553	-2.83***
MtB _{i,t}	1.864	2.307	1.682	0.493	10.945	2.406	3.167	2.318	0.632	10.945	4.56***
Loss _{i,t-1}	0	0.120	0.325	0	1	0	0.111	0.315	0	1	-0.28
AF _{i,t}	22	21.431	9.307	3	43	11.5	13.479	7.806	3	37	-8.82***

* p<0,1; ** p<0,05; ***p<0,01 (zweiseitig)

Tabelle 2: Univariate Analysen

Um einen Hinweis auf eventuell kollineare Variablen zu erhalten, werden mithilfe von Tabelle 3 die Korrelationskoeffizienten nach Spearman für die unabhängigen Variablen der Untersuchung dargestellt.⁶ Die Matrix offenbart, dass zwischen der Anzahl prognostizierender Analysten ($AF_{i,t}$) und der Unternehmensgröße ($Size_{i,t}$) ein stark positiver Zusammenhang besteht (Fahrmeir et al., 2016, S. 130). Im Rahmen der multivariaten Analyse wird diesem Umstand Rechnung getragen, indem – wie im nachfolgenden Abschnitt beschrieben – diese separat in Regressionsrechnungen einbezogen werden. Alle übrigen Variablen korrelieren nur schwach bis sehr schwach miteinander.

⁵ Der Gebrauch des Wilcoxon-Rangsummentests lässt sich dadurch begründen, dass – im Gegensatz zum t-Test – keine parametrische Anforderung gestellt wird (Fahrmeir, Heumann, Künstler, Pigeot & Tutz, 2016, S. 421). Unter anderem liegt für $FError_{i,t}$ keine Normalverteilung vor.

⁶ Auch das Verfahren nach Spearman stellt keine Voraussetzungen bezüglich der Verteilung einer Variable (Fahrmeir et al., 2016, S. 134 f.).

	$HA_{i,t}$	$Size_{i,t}$	$Lev_{i,t}$	Earn- Var _{i,t}	$MtB_{i,t}$	$Loss_{i,t-1}$	$AF_{i,t}$
$HA_{i,t}$	1						
$Size_{i,t}$	0.463***	1					
$Lev_{i,t}$	0.346***	0.457***	1				
EarnVar _{i,t}	0.128***	-0.030	0.056	1			
$MtB_{i,t}$	-0.160***	-0.169***	-0.141***	-0.236***	1		
$Loss_{i,t-1}$	0.029	-0.010	0.100**	0.083**	-0.154***	1	
$AF_{i,t}$	0.339***	0.819***	0.261***	-0.064*	0.004	-0.069*	1

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$ (zweiseitig)

Tabelle 3: Korrelationsmatrix

5.2 Multivariate Analyse

Da die Stichprobe der Untersuchung eine Kombination aus Querschnitts- und Zeitreihendaten darstellt, d.h. Paneldaten vorliegen, bestehen verschiedene Schätzoptionen für die zwei Regressionsmodelle (Giesselmann & Windzio, 2012). In diesem Beitrag wird das Random Effects (RE)-Verfahren eingesetzt. Diese Entscheidung begründet sich vor allem durch die quasi-zeitinvariante Ausprägung der Testvariablen – im Fokus steht die Analyse des Querschnitts – und der unbalancierten Struktur des Panels (Giesselmann & Windzio, 2012, S. 89 ff.; Panaretou et al., 2013, S. 131; Plümper & Troeger, 2007, S. 133 f.). Um den im vorherigen Kapitel erwähnten stark positiven Zusammenhang zwischen $AF_{i,t}$ und $Size_{i,t}$ berücksichtigen zu können, werden zusätzliche Modellspezifizierungen realisiert (M2 und M3; M5 und M6). Diese integrieren jeweils nur einen der stark korrelierenden Regressoren (Glaum & Klöcker, 2011a, S. 24 f.). Geclusterte Standardfehler kontrollieren auf Heteroskedastizität und Autokorrelation in den Störtermen. Tabelle 4 präsentiert die Ergebnisse der RE-Regressionen, fixe Jahres- und Industrieeffekte werden nicht dargestellt.⁷

Die Regressionsergebnisse zeigen, dass die Variable $HA_{i,t}$ nicht durchgehend über die korrespondierenden Modelle (M1, M2 und M3) eine signifikante Einflussgröße auf $FError_{i,t}$ darstellt. Folglich ist die Hypothese H_1 abzulehnen. Der Grad an Informationsasymmetrie zwischen Management und Analysten unterscheidet sich damit nicht signifikant zwischen Anwendern und Nichtanwendern des hedge accountings. Dem entgegen stehen die Ergebnisse für Hypothese H_2 . Die relevanten Modellspezifizierungen (M4, M5 und M6) offenbaren, dass $CHA_{i,t}$ durchweg einen positiv signifikanten Einfluss auf den Prognosefehler ($FError_{i,t}$) hat. Somit kann H_2 bestätigt werden. Die Anwendung des cash flow hedge accountings erschwert die EPS-Prognose bzw. führt zu einem höheren Prognosefehler, was sich durch einen erhöhten Grad an Informationsasymmetrie zwischen Management und Analysten erklärt.⁸

Die signifikanten Kontrollvariablen bestätigen die in Kapitel 4.3 formulierte Theorie. $MtB_{i,t}$ und $Loss_{i,t-1}$ üben einen hoch signifikanten Einfluss auf die zu erklärende Variable aus. In beiden Fällen decken sich die vorgefundenen Vorzeichen mit den zuvor getroffenen Überlegungen. Unternehmen mit einem geringen Wachstumspotenzial können besser prognostiziert werden, negative Zahlen aus dem Vorjahr beeinträchtigen die Vorhersagegenauigkeit.⁹ Der Koeffizient von $Lev_{i,t}$ ist nicht für jede Modellvariante signifikant und wenn dieser signifikant ist, dann deutlich schwächer als der von $MtB_{i,t}$ oder $Loss_{i,t-1}$. Die Tendenz des Vorzeichens lässt erkennen, dass hoch verschuldete Unternehmen schwerer einzuschätzen sind. $Size_{i,t}$, $EarnVar_{i,t}$ und $AF_{i,t}$ haben keinen signifikanten Einfluss auf $FError_{i,t}$.

⁷ Zusätzlich durchgeführte Pooled-OLS Regressionen bestätigen die vorgefundenen Ergebnisse des RE-Verfahrens (Giesselmann & Windzio, 2012, S. 109). Auf Anfrage können auch diese Ergebnisse zur Verfügung gestellt werden.

⁸ Eine detailliertere Interpretation der Ergebnisse folgt in Kapitel 5.4.

⁹ Geringes Wachstumspotenzial macht sich dadurch bemerkbar, dass der Marktwert im Vergleich zum Buchwert relativ hoch ist.

Random Effects	FError _{i,t} (n = 603)						
	Ew. Vz.	M1	M2	M3	M4	M5	M6
HA _{i,t}	+/-	0.0033 (1.36)	0.0037* (1.67)	0.0031 (1.26)			
CHA _{i,t}	+				0.0050** (2.11)	0.0053** (2.44)	0.0048** (2.01)
Size _{i,t}	-	0.0008 (0.45)		-0.0004 (-0.36)	0.0006 (0.35)		-0.0006 (-0.54)
Lev _{i,t}	+/-	0.0034 (1.39)	0.0037* (1.68)	0.0038* (1.68)	0.0034 (1.40)	0.0035* (1.69)	0.0038* (1.69)
EarnVar _{i,t}	+	-0.0021 (-1.38)	-0.0021 (-1.39)	-0.0019 (-1.32)	-0.0021 (-1.39)	-0.0021 (-1.40)	-0.0019 (-1.32)
MtB _{i,t}	-	-0.0015*** (-3.02)	-0.0016*** (-3.68)	-0.0017*** (-3.72)	-0.0015*** (-3.00)	-0.0016*** (-3.62)	-0.0017*** (-3.70)
Loss _{i,t-1}	+	0.0101** (1.99)	0.0101** (1.98)	0.0102** (2.02)	0.0101** (2.00)	0.0100** (1.99)	0.0102** (2.03)
AF _{i,t}	-	-0.0003 (-1.01)	-0.0002 (-1.04)		-0.0004 (-1.04)	-0.0002 (-1.20)	
Overall-R ²		0.1521	0.1495	0.1506	0.1537	0.1516	0.1521

* p<0,1; ** p<0,05; ***p<0,01 (zweiseitig); z-Stat. in ()

Tabelle 4: RE-Regressionsergebnisse I

5.3 Robustheitstests

Die soeben dargestellten Ergebnisse werden folglich auf ihre Widerstandsfähigkeit hin getestet. In diesem Sinne bietet es sich zunächst an, mithilfe des Varianzinflationsfaktors (VIF) ex post die Maßnahmen zur Kontrolle der vorgefundenen stark bivariaten Korrelation zu überprüfen. Diesem Ansatz folgend resultieren VIF-Werte von 1,50 bzw. 1,40 für *Size_{i,t}* und *AF_{i,t}* in den Modellspezifizierungen M5 und M6. Im Vergleich dazu ergeben sich in der ursprünglichen Modellvariante M4 Werte von 4,04 bzw. 3,75. Somit kann ausgeschlossen werden, dass der fehlende Erklärungsgehalt von *Size_{i,t}* und *AF_{i,t}* auf Multikollinearität zurückzuführen ist (Kornaros & Süßmuth, 2010, S. 109 ff.; vgl. Tabelle 4). Alle übrigen Variablen weisen stets einen unproblematischen VIF-Wert von unter 2 auf.

Des Weiteren wird – zur Bestätigung der Ergebnisse – eine alternative Variable zur Messung der Informationsasymmetrie zwischen Management und Analysten eingesetzt. Die Maßeinheit *FDisp_{i,t}* soll den Konsens der Analysten in Bezug auf die unternehmensspezifischen EPS-Prognosen darstellen. Es besteht die Annahme, dass Informationsasymmetrie Uneinigkeit zwischen den Analysten verursacht (Krishnaswami & Subramaniam, 1999, S. 85). Gebildet wird die Prognosestreuung (*FDisp_{i,t}*) mithilfe der Standardabweichung der unterschiedlichen Schätzungen für eine Unternehmensbeobachtung (*EPS_{i,t}^p*). Die Standardabweichung wird dann wiederum mit dem Aktienkurs vom Ende des vorherigen Geschäftsjahres skaliert (*Price_{i,t-1}*). Je größer die Prognosestreuung, desto höher ist das Level asymmetrischer Information zwischen Management und Analysten (DaDalt et al., 2002, S. 251; Hope, 2003b, S. 303; Irani & Karamanou, 2003, S. 22). Analog zu *FError_{i,t}* erfolgt eine Winsorisierung der Variable.

$$FDisp_{i,t} = \frac{\text{StdDev}(EPS_{i,t}^P)}{\text{Price}_{i,t-1}} \quad (4)$$

Darüber hinaus wird in separaten Schätzungen (M7 und M8) die Testvariable $CHA_{i,t}$ durch $FHA_{i,t}$ ersetzt. Der neue Regressor steht für die Anwendung des fair value hedge accountings. Die differenzierten Anforderungen und Bilanzierungsvorschriften für das fair value hedge accounting lassen den Rückschluss zu, dass durch die Anwendung kein mixed attribute problem bzw. kein erhöhtes Level an Informationsasymmetrie zwischen Management und Analysten entsteht.¹⁰ Somit werden mit der Integration von $FHA_{i,t}$ indirekt die Besonderheiten des cash flow hedge accountings und in der Folge die Ergebnisse zu H_2 überprüft. Tabelle 5 zeigt die Regressionsergebnisse vor dem Hintergrund der in diesem Kapitel getätigten Veränderungen. Die Variable $Size_{i,t}$ wird aufgrund des festgestellten fehlenden Erklärungsgehalts nicht weiter berücksichtigt (vgl. Tabelle 4). Geclusterte Standardfehler sind integriert, fixe Jahres- und Industrieeffekte werden nicht dargestellt.

Random Effects	Ew. Vz.	FDisp _{i,t} (n = 603)		FError _{i,t}
		M7	M8	M9
$HA_{i,t}$	+/-	0.0000 (0.00)		
$CHA_{i,t}$	+		0.0018 (1.04)	
$FHA_{i,t}$	kein Effekt			0.0000 (0.00)
$Lev_{i,t}$	+/-	0.0046*** (2.64)	0.0045*** (2.62)	0.0038** (1.81)
$EarnVar_{i,t}$	+	-0.0006 (-0.58)	-0.0007 (-0.66)	-0.0019 (-1.31)
$MtB_{i,t}$	-	-0.0020*** (-4.34)	-0.0019*** (-4.27)	-0.0017*** (-3.78)
$Loss_{i,t-1}$	+	0.0086** (2.42)	0.0086** (2.42)	0.0101** (1.97)
$AF_{i,t}$	-	-0.0000 (-0.26)	-0.0001 (-0.51)	-0.0001 (-0.77)
Overall-R ²		0.1744	0.1739	0.1490

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$ (zweiseitig); z-Stat. in ()

Tabelle 5: RE-Regressionsergebnisse II

Die Schätzergebnisse zeigen, dass weder $HA_{i,t}$ noch $FHA_{i,t}$ einen signifikanten Einfluss auf den Grad an Informationsasymmetrie zwischen Management und Analysten ausüben (vgl. Tabelle 5). Diese fehlenden Effekte bestätigen die Ergebnisse aus Kapitel 5.2. Bezüglich der Modellvariante M8 muss konstatiert werden, dass zwar das Vorzeichen des Koeffizienten von $CHA_{i,t}$ den theoretischen Überlegungen entspricht, die Ergebnisse in diesem Fall aber nicht signifikant sind. Das Resultat für die Kontrollvariablen deckt sich mit den Ergebnissen aus der Hauptuntersuchung (vgl. Tabelle 4).

¹⁰ Im Gegensatz zum cash flow hedge wird beim fair value hedge die Rechnungslegung des Grundgeschäftes modifiziert, d.h. das Grundgeschäft wird einer erfolgswirksamen fair value-Bewertung unterzogen. Außerdem können forecast transactions nicht als Teil einer Sicherungsbeziehung designiert werden (IAS 39.86 u. 39.89 bzw. IFRS 9.6.5.2 u. 9.6.5.8).

5.4 Diskussion

Die Ergebnisse der vorliegenden Studie verdeutlichen, dass dem Konstrukt des hedge accountings gemäß IAS 39 unzureichendes Potenzial zugrunde liegt, um die Informationsvermittlung zwischen Management und Analysten zu verbessern. Zwar führt grundsätzlich die Anwendung des hedge accountings zu keiner Verschlechterung der Informationsasymmetrie, jedoch bietet das bilanzielle Konstrukt auch keinen Mehrwert im Vergleich zu einer Nichtanwendung (vgl. H₁). In der Konsequenz ist es für den Unternehmer in Bezug auf die Informationsvermittlung irrelevant, ob dieser hedge accounting anwendet oder nicht. Eine wesentliche Ursache hierfür dürfte in der Beschaffenheit des Jahresergebnisses liegen, welches sich aus cash flows und Periodenabgrenzungen zusammensetzt. Wird hedge accounting angewendet, steigt – vor dem Hintergrund einer nicht optimalen Risikomanagementstrategie – die Unsicherheit bezüglich zukünftiger cash flows. Nicht abgesicherte Positionen haben schwer einschätzbare Auswirkungen auf das bilanzielle Ergebnis eines Unternehmens (Guay et al., 2002, S. 2 f.). Verzichtet ein Unternehmen hingegen auf hedge accounting, wird eine optimale Risikomanagementstrategie verfolgt und es besteht weniger Unsicherheit im Hinblick auf zukünftige cash flows. Allerdings fehlt eine entsprechende Darstellung der Situation im Jahresabschluss. Erträge bzw. Verluste werden nicht angemessen abgegrenzt und somit wird wiederum eine Ergebnisprognose erschwert (Panaretou et al., 2013, S. 116 f.). Prognosen werden folglich durch erhöhtes wirtschaftliches Risiko oder durch regelspezifische bzw. künstliche Ergebnisvolatilität beeinträchtigt, wodurch sich die Auswirkungen auf den Prognosefehler nicht signifikant zwischen Anwendern und Nichtanwendern des hedge accountings unterscheiden. Eine weitere mögliche Erklärung für den fehlenden Effekt des hedge accountings formuliert Brown (2001): Ökonomische Absicherungsbeziehungen – und somit auch bilanzielle Sicherungsbeziehungen – haben grundsätzlich einen geringen Einfluss auf das Jahresergebnis von Unternehmen (Brown, 2001, S. 421).

Das vorgefundene Untersuchungsergebnis für H₂ bestätigt die bestehende Literatur (Campbell, 2015; Gigler et al., 2007; Makar et al., 2013). Es kann gezeigt werden, dass die besonderen Eigenschaften des cash flow hedge accountings eine ineffiziente Informationsvermittlung provozieren. Die Verantwortlichkeit der speziellen Vorschriften – insbesondere eine mögliche Designation von forecast transactions als Grundgeschäft in Kombination mit unzureichenden Angaben – wird auch durch das Ergebnis für H₁ untermauert. Bislang haben Studien den Informationsgehalt des cash flow hedge accountings anhand der Reaktion von Shareholdern gemessen. Dieser Beitrag erweitert den Kenntnisstand, indem erhöhte Informationsasymmetrie auch zwischen Management und Analysten nachgewiesen wird.

Die vom Standardsetter getätigten Änderungen für das hedge accounting durch IFRS 9 bekräftigen die vorgefundenen Untersuchungsergebnisse und deren Interpretation. Gerade die Abschaffung des strikten Korrelationskorridors oder die Erweiterung des Kreises designierbarer Grundgeschäfte und Sicherungsinstrumente können dazu führen, dass sich der Einfluss des hedge accountings auf das hedge-Verhalten reduziert. Für Unternehmen ist es aufgrund der Änderungen durch Inkrafttreten des IFRS 9 potenziell leichter, ihr Risikomanagement angemessen im Jahresabschluss darzustellen, d.h. Informationen entsprechend zu vermitteln (Echterling, Eierle, Haberberger & Weik, 2014, S. 5; Thomas, 2015, S. 297 f.). Das Grundgerüst des cash flow hedge accountings wird durch IFRS 9 nicht geändert; eine asymmetrische Bewertung von Grundgeschäft und Sicherungsinstrument hat Bestand. Dennoch ist zu konstatieren, dass die verbesserte Struktur und die geforderten Mehrangaben im Anhang in der Konsequenz positive Auswirkungen auf die Informationsvermittlung des cash flow hedge accountings haben könnten (IFRS 7.21A-24G n.F.).

Trotz der angetroffenen Untersuchungsergebnisse gilt es festzuhalten, dass die Aussagekraft dieser limitiert ist. Die Studie stellt lediglich auf den Einsatz von (cash flow) hedge accounting am Geschäftsjahresende eines Unternehmens ab, innerjährliche Vorfälle werden nicht berücksichtigt. Zudem findet der Sachverhalt, dass Unternehmen sowohl nach den Sondervorschriften bilanzieren als auch Absicherungen vornehmen, die nicht Teil einer bilanziellen Sicherungsbeziehung sind, keine besondere Beachtung. Des Weiteren ist durch den Gebrauch binärer Testvariablen keine Aussage über die jeweilige Größe der Positionen möglich. IAS 39 verlangt – im Gegensatz zu IFRS 9 – nicht die Angabe der Nominalwerte, die Rückschlüsse auf den im (cash flow) hedge accounting designierten Anteil derivativer Finanzinstrumente zuließe (Panaretou et al., 2013, S. 132; IFRS 7.24A(d) n.F.).

6 Fazit

Das Analyseziel der vorliegenden Studie stellt der qualitative Informationsgehalt des (cash flow) hedge accountings dar. Eine Aussage diesbezüglich erfolgt anhand des gemessenen Levels an Informationsasymmetrie zwischen Management und sell side Analysten. Die Untersuchung kommt zu dem Ergebnis, dass ein Mehrwert im Sinne der Informationsvermittlung durch den Einsatz des hedge accountings nach IAS 39 nicht nachweisbar ist (vgl. H₁). Der Einsatz des cash flow hedge accountings verschlechtert sogar den Grad asymmetrischer Information zwischen Unternehmen und externen Analysten (vgl. H₂). Die Studie leistet damit einen erkenntnisgewinnenden Beitrag auf zwei Ebenen. Zum einen kann das vielfach beschriebene Verbesserungspotenzial des hedge accountings gemäß IAS 39 empirisch untermauert werden, wodurch die Einführung des IFRS 9 und die umfassenden Änderungen in Bezug auf die Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen nachvollziehbar erscheinen. Zum anderen zeigt die Untersuchung, dass das mit dem cash flow hedge accounting im Zusammenhang stehende mixed attribute problem und die damit einhergehenden negativen Folgen für die Informationsvermittlung erstmals – nach Kenntnisstand der Autoren – auch für den deutschen Kapitalmarkt nachweisbar sind.

Im Hinblick auf zukünftige Forschung in diesem Themenbereich ist vor allem interessant, ob eine Verbesserung der Informationsvermittlung des (cash flow) hedge accountings durch die Änderungen des IFRS 9 letztendlich festgestellt werden kann. Zudem besteht mit Inkrafttreten des neuen Standards die Möglichkeit, eine anteilige Gewichtung der derivativen Finanzinstrumente, die in (k)einer konstruierten hedge-Beziehung designiert sind, auszuwerten und weitreichendere Erkenntnisse zu erhalten.

Literaturverzeichnis

- Allayannis, G; Ofek, E (2001): Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20(2): 273-296.
- Atiase, R (1985): Predisclosure Information, Firm Capitalization, and Security Price Behavior Around Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 23(1): 21-36.
- Bartram, S; Brown, G; Fehle, F (2009): International Evidence on Financial Derivatives Usage. *Financial Management*, 38(1): 185-206.
- Brennan, M; Subrahmanyam, A (1996): Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns. *Journal of Financial Economics*, 41(3): 441-464.
- Brown, G (2001): Managing foreign exchange risk with derivatives. *Journal of Financial Economic*, 60(2-3): 401-448.
- Brown, G; Toft, K (2002): How Firms Should Hedge. *The Review of Financial Studies*, 15(4): 1283-1324.
- Campbell, J (2015): The Fair Value of Cash Flow Hedges, Future Profitability, and Stock Returns. *Contemporary Accounting Research*, 32(1): 243-279.
- DaDalt, P; Gay, G; Nam, J (2002): Asymmetric information and corporate derivatives use. *The Journal of Futures Markets*, 22(3): 241-267.
- DeMarzo, P; Duffie, D (1995): Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting. *The review of Financial Studies*, 8(3): 743-771.
- Demerjian, P; Ross, S (2007): Financial Ratios and Credit Risk: The Selection of Financial Ratio Covenants in Debt Contracts. Working Paper, School of Business, University of Michigan.
- Deutsche Bank AG (2016): Geschäftsbericht 2015 – Leistung aus Leidenschaft. https://www.db.com/ir/de/download/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2015.pdf. Abgerufen am 07.05.2019.
- Echterling, F; Eierle, B; Haberberger, B; Weik, A (2014): Die neuen Regelungen zum hedge accounting nach IFRS 9. Inwieweit wurden die Stellungnahmen zum Exposure Draft im finalen Standard berücksichtigt? *KoR*, 01: 5-17.

■ Accounting

- Fahrmeir, L; Heumann, C; Künstler, R; Pigeot, I; Tutz, G (2016): Statistik – Der Weg zur Datenanalyse. Springer, Berlin.
- Fok, R; Carroll, C; Chiou, M (1997): Determinants of corporate hedging and derivatives: A revisit. *Journal of Economics and Business*, 49(6): 569-585.
- Franke, G; Hax, H (2009): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt. Springer, Berlin.
- Froot, K; Scharfstein, D; Stein, J (1993): Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *The Journal of Finance*, 48(5): 1629-1658.
- Gebhardt, G; Naumann, T (1999): Grundzüge der Bilanzierung von Financial Instruments und von Absicherungszusammenhängen nach IAS 39. *Der Betrieb*, 29: 1461-1469.
- Giesselmann, M; Windio, M (2012): Regressionsmodelle zur Analyse von Paneldaten. Springer, Wiesbaden.
- Gigler, F; Kanodia, C; Venugoplan, R (2007): Assessing the Information Content of Mark-to-Market Accounting with Mixed Attributes: The Case of Cash Flow Hedges. *Journal of Accounting Research*, 45(2): 257-276.
- Glaum, M; Klöcker A (2011b): Die Absicherung finanzwirtschaftlicher Risiken in Industrie- und Handelsunternehmen – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. In: Puck, J; Leitzl, C (Hrsg): *Außenhandel im Wandel. Festschrift zum 60. Geburtstag von Reinhard Moser*. Springer, Heidelberg.
- Glaum, M; Klöcker, A (2011a): When the tail wags the dog: Hedge accounting and its influence on financial hedging. Working Paper, Department of International Accounting, Justus-Liebig-University Giessen.
- Guay, W; Haushalter, D; Minton, B (2002): The Influence of Corporate Risk Exposures on the Accuracy of Earnings Forecasts. Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania
- Hachmeister, D (2003): Die Bilanzierung derivativer Finanzinstrumente in der Theorie der Unternehmensrechnung: Fragestellungen und Methoden. *BFuP*, 06: 637-651.
- Hochreiter, G (2017): Hedge Accounting nach IFRS – Analyse des Regelwerks unter besonderer Berücksichtigung des Cash Flow Hedge. Springer Gabler, Wiesbaden.
- Hope, OK (2003a): Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts Forecast Accuracy: An International Study. *Journal of Accounting Research*, 41(2): 235-272.
- Hope, OK (2003b): Accounting Policy Disclosures and Analysts Forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 20(2): 295-321.
- Irani, A; Karamanou, I (2003): Regulation Fair Disclosure, Analyst Following, and Analyst Forecast Dispersion. *Accounting Horizons*, 17(1): 15-29.
- Kanodia, C; Muherji, A; Sapra, H; Venugopalan, R (2000): Hedge Disclosures, Future Prices, and Production Distortions. *Journal of Accounting Research*, 38: 53-82.
- Komlos, J; Süßmuth, B (2010): Empirische Ökonomie: Eine Einführung in Methoden und Anwendungen. Springer, Berlin.
- Krishnaswami, S; Subramaniam, V (1999): Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics*, 53(1): 73-112.
- Lang, M; Lundholm, R (1996): Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review*, 71(4): 467-492.
- Leuz, C; Verrecchia, R (2000): The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38: 91-124.
- Lins, K; Servaes, H; Tamayo, A (2011): Does Fair Value Reporting Affect Risk Management? International Survey Evidence. *Financial Management*, 30(3): 525-551.
- Löw, E; Theile, C (2012): Sicherungsgeschäfte und Risikoberichterstattung. In: Heuser, P; Theile, C (Hrsg), *IFRS Handbuch – Einzel- und Konzernabschluss*. Schmidt, Köln.
- Lüdenbach, N; Hoffmann, WD; Freiberg, J (2018a): § 28a Bilanzierung von Sicherungsbeziehungen. In: Lüdenbach, N; Hoffmann, WD; Freiberg, J (Hrsg), *Haufe IFRS Kommentar*. Haufe, Freiburg.

- Lüdenbach, N; Hoffmann, WD; Freiberg, J (2018b): § 4 Ereignisse nach dem Bilanzstichtag. In: Lüdenbach, N; Hoffmann, WD; Freiberg, J (Hrsg), *Haufe IFRS Kommentar*. Haufe, Freiburg.
- Makar, S; Wang, L; Alam, P (2013): The mixed attribute model in SFAS 133 cash flow hedge accounting: implications for market pricing. *Review of Accounting Studies*, 18(1): 66-94.
- Marshall, A; Weetman, P (2007): Modelling Transparency in Disclosure: The Case of Foreign Exchange Risk Management. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(5-6): 705-739.
- Melumad, N; Weyns, G; Ziv, A (1999): Comparing Alternative Hedge Accounting Standards: Shareholders Perspective. *Review of Accounting Studies*, 4(3-4): 265-292.
- Panaretou, A; Shackleton, M; Taylor, P (2013): Corporate Risk Management and Hedge Accounting. *Contemporary Accounting Research*, 30(1): 116-139.
- Pirchegger, B (2006): Hedge accounting incentives for cash flow hedges of forecasted transactions. *European Accounting Review*, 15(1): 115-135.
- Plümper, T; Troeger, V (2007): Efficient Estimation of Time-Invariant and Rarely Changing Variables in Finite Sample Panel Analyses with Unit Fixed Effects. *Political Analysis*, 15(2): 124-139.
- Potin, S; Bortolon, P; Neto, A (2016): Hedge Accounting in the Brazilian Stock Market: Effects on the Quality of Accounting Information, Disclosure, and Information Asymmetry. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(71): 202-216.
- RWE AG (2016): Geschäftsbericht 2015. <http://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/2974770/data/2705502/9/rwe/investor-relations/berichte/archiv/2015/RWE-Geschaeftsbericht-2015.pdf>. Abgerufen am 07.05.2019.
- Salewski, M; Teuteberg, T; Zülch, H (2014): Short-term and long-term effects of IFRS adoption on disclosure quality and earnings management. Working Paper, Chair of Accounting and Auditing, Leipzig Graduate School of Management.
- Schwarz, C (2006): *Derivative Finanzinstrumente und hedge accounting – Bilanzierung nach HGB und IAS 39*. Schmidt, Berlin.
- Singh, A (2004): *The Effects of SFAS 133 on the Corporate Use of Derivatives, Volatility, and Earnings Management*. PhD Thesis, Hotel, Restaurant and Institutional Management, Pennsylvania State University.
- Smith, C; Stulz, R (1985): The Determinants of Firms Hedging Policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(4): 391-405.
- Thomas, M (2015): *Hedge Accounting nach IFRS 9: Methodenvergleich und Herausforderungen für die Prüfungspraxis*. KoR, 06: 291-300.
- Zhang, H (2009): Effect of derivative accounting rules on corporate risk-management behavior. *Journal of Accounting and Economics*, 47(3): 244-264.