

AUSEINANDERFALLEN VON TRENNUNG UND KONTROLLE IN AKTIENGESELLSCHAFTEN UND DIE PROBLEMATIK DER CORPORATE GOVERNANCE

ANONİM ORTAKLIKLARDA MÜLKİYET VE DENETİMİN BİRBİRİNDEN AYRILMASI VE KURUMSAL YÖNETİM PROBLEMATİĞİ

Dr. Necat Azarkan¹

Özet: Büyük ve modern teşebbüslerde pay sahipleri, şirket yönetimi ve sermaye piyasası arasında var olan ilişki yumağının en temel problemlerinden birini, mülkiyet (sahiplik) ve kontrol (denetim) fonksiyonlarının birbirinden ayrılmasının beraberinde getirdiği asimetrik bilgi dağılımı ve bunun neticesinde ortaya çıkan „Sahip (Prinzipal)-Vekil (Agency)-Problemi“ teşkil etmektedir. Söz konusu asimetrik bilgi dağılımı şirketlerin icradan sorumlu yöneticilerine (Manager), vekil masraflarına yol açan gizli hareket alanları yaratmaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri vasıtasıyla bu durumu yumuşatmak mümkündür. Kurumsal yönetim, bir işletmede önemli kararların alınmasını belirleyen veya etkileyen unsurların tamamı olarak tanımlanabilir. Bu kavram, karar alma yetkisine ilişkin kuralları, atama ve seçim süreçleri, teşvik ve ücret sistemleri, şirketin organizasyon yapısı ve özellikle piyasa mekanizmalarını kapsamaktadır.

Anahtar sözcükler: Mülkiyet ve Kontrollun birbirinden ayrılması, Sahip-Vekil-Problemi, Kurumsal Yönetim.

Zusammenfassung: Ein grundlegendes Problem moderner Grossunternehmen im Beziehungsgeflecht zwischen Anteilseignern, Geschäftsführung und Kapitalmarkt liegt in der durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle verursachten asymmetrischen Informationsverteilung und der daraus resultierenden Agency-Problematik begründet. Durch die Existenz von Informationsasymmetrien werden den Managern diskretionäre Handlungsspielräume eröffnet, wodurch Agency-Kosten entstehen. Ein Corporate Governance Regelwerk kann diese entschärfen. Corporate Governance beschreibt die Gesamtheit der Sachverhalte, die bestimmen oder beeinflussen, wie in Unternehmen wichtige Entscheidungen getroffen werden.

¹ Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Görevlisi

Dr. Necat AZARKAN

Der Begriff der Corporate Governance umfasst die Regelung von Entscheidungs-
kompetenzen, Ernennungs- bzw. Wahlverfahren, Anreiz- und Entlohnungssysteme,
Organisationsstrukturen in Unternehmen und insbesondere Marktmechanismen.

Schlüsselwörter: Trennung von Eigentum und Kontrolle, Prinzipal-Agent-
Problem, Corporate Governance.

I. EINLEITUNG

Es gehört zum Wesen einer Aktiengesellschaft, dass sich eine Vielzahl von natürlichen Personen über den Erwerb von Aktien zu Miteigentümern der juristischen Person machen können. Je mehr verschiedene Aktionäre es gibt, je breiter also das Aktienkapitalgesteuert ist, umso geringer wird der Einfluss des einzelnen Aktionärs. Umgekehrt steigen die Unabhängigkeit und damit die Möglichkeit zum Missbrauch des Verwaltungsrats als oberster Unternehmensleitung. Denn Eigentum und Unternehmensleitung sind bei Aktiengesellschaften grundsätzlich getrennt. Die Aktionäre stellen das Aktienkapital bereit und beauftragen durch einen Gesellschaftsvertrag Agenten die Geschäfte zu führen. Dabei stellt sich die Frage auf, wie die Aktionäre dafür sorgen können, dass die von ihnen beauftragten Agenten tatsächlich ausschließlich in ihrem Interesse das Unternehmen leiten. Mit dieser Frage beschäftigt sich der Themenbereich der Corporate Governance in erster Linie. Da den Agenten unterstellt wird, Ziele zu verfolgen, die mit den Aktionärsinteressen in Konflikt stehen – wie z.B. hohe Aufwendungen für Statussymbole, Anhäufung von Macht, Umgehung von Anstrengungen, Sicherung der eigenen Stelle durch exzessive Reinvestitionen und Vermeiden riskanter Projekte mit hohen Renditechancen – versucht die Corporate Governance Leitlinien aufzuzeigen und transparente, von Interessenkonflikten freie, an Marktgegebenheiten orientierte Verfahren zu gewährleisten.

II. TRENNUNG VON EIGENTUM UND KONTROLLE

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle ist ein charakteristisches Merkmal von großen börsennotierten Aktiengesellschaften. Diese Gesellschaften sind grundsätzlich gekennzeichnet durch ein angestelltes Management, das nicht gleichzeitig Eigentümer der eingesetzten Kapitalien ist, aber dennoch wesentliche Entscheidungs- und Kontrollbefugnisse über das Vermögen der Gesellschaft ausüben kann. Die Entscheidungs- und Kontrollbefugnisse der Anteilseigner hingegen in der Regel weitgehend beschränkt, so dass sie auf die Kompetenz und Integrität des Managements, das letztlich ihr Vermögen verwaltet, vertrauen müssen. Es ist allerdings nicht auszuschließen, dass das Management die Ziele der Aktionäre nicht vollumfänglich verfolgt. Aus der Sicht der Aktionäre besteht insbesondere das Risiko, dass sich die Manager nicht genügend für das Unternehmen einsetzen und sich nicht schnell genug neuen Herausforderungen stellen, ihnen anvertraute Vermögenswerte oder ihre Position zum eigenen Nutzen verwenden oder ihre eigene Position auf Kosten der Aktionäre und der Gesellschaft stärken. Fehlentscheidungen durch inkompetente oder treuwidrig handelnde Manager können schon im Einzelfall zu Schäden in Milliardenhöhe führen, die nicht nur die Anteilseigner betreffen,

sondern auch von der Allgemeinheit zu tragen sind². Vor diesem Hintergrund drängt sich die Frage auf, ob es nachhaltige Gründe gibt, aus denen heraus die Anteilseigner einer Gesellschaft auf die Kontrolle über die Gesellschaft und ihrer Vermögenswerte teilweise verzichten. Im Folgenden werden nun die Gründe dargestellt, die eine Trennung von Eigentum und Kontrolle rechtfertigen. Dabei wird grundsätzlich zwischen drei Kategorien unterschieden: gesellschaftsmotivierte Gründe, gesellschaftermotivierte Gründe und anreizbezogene Gründe.

A. GRÜNDE FÜR DIE TRENNUNG VON EIGENTUM UND KONTROLLE

1. Gesellschaftsmotivierte Gründe

Gesellschaftsmotivierte Gründe sind Gründe, die primär aus strategischen, operativen oder finanziellen Gegebenheiten einer Gesellschaft resultieren³.

a. Finanzierung der Gesellschaft

Durch die zunehmende Globalisierung der Märkte und damit einhergehenden Herausforderungen für die Geschäftstätigkeit von Unternehmen sehen sich viele Unternehmen einem immer stärkeren Wettbewerbsdruck ausgesetzt. Die dynamischen Veränderungen in Wirtschaft, Wissenschaft und Gesellschaft erfordern von jedem Unternehmen in zunehmendem Maß, eine optimale Finanzierung zu realisieren. Sie ist die Grundvoraussetzung für den nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens. Insbesondere bei großen Unternehmen ist die Realisierung einer optimalen Finanzierungsstruktur mit hohem Kapitalbedarf verbunden. Denn nahezu jede betriebliche Maßnahme - wie z.B. grundlegende Rationalisierungen, Innovationen, Erweiterungen, die Anpassung an neue Marktgegebenheiten – löst meist erheblichen Kapitalbedarf aus. Um den Kapitalbedarf zu decken wird meist auf Fremdkapital gesetzt. Die Zuführung von Fremdkapital erweist sich jedoch in vielen Fällen als eng begrenzt. Die Finanzierung mit Fremdkapital scheitert meist aus zwei Gründen: einerseits fehlen adäquate Sicherheiten, mit denen ein Fremdkapitalgeber sein Engagement absichern könnte; andererseits ist der Cashflow in den ersten Jahren oft negativ, was einen sinnvollen Kapitaleinsatz – Zinszahlung und Tilgungsleistung – unmöglich macht. Besonders in der Anfangsphase eines Unternehmens kann folglich nicht auf Fremdkapital zurückgegriffen werden, so dass nur Eigenkapitalgeber in Frage kommen. Das

² **EISENBERG**, Melvin A.: The Structure of Corporation Law, Columbia Law Review, Vol. 89, s. 1471.

³ **HILPISCH**, Jves J.: Gründe für die Trennung von Eigentum und Kontrolle, s.11, http://www.innovalue.de/backoffice/pdf/120614709947_e4581b72eca.pdf, 22.10.2008.

Engagement eines Eigenkapitalgebers führt dann zwangsläufig zu einer Trennung von Eigentum und Kontrolle, bei welcher der Eigenkapitalgeber der Prinzipal und der Unternehmer der Agent ist. Der Gründer lässt sich darauf ein, da er sein Vorhaben ansonsten eventuell gar nicht realisieren könnte (Hilpisch, 2003, s. 11).

b. Lebensdauer der Gesellschaft

Ein weiterer Aspekt ist die Lebensdauer der Gesellschaft. Sie hängt u.a. von der Trennung von Eigentum und Kontrolle. Ohne eine Trennung von Eigentum und Kontrolle würden Gesellschaften nur dann weiterleben können, wenn ein Nachfolger für den Gründer zur Verfügung steht, der bereit bzw. in der Lage ist, auch die Kontrolle über die Gesellschaft zu übernehmen. Denn die Bedeutung der Rolle, die der Gründer in der Gründungsphase innehat, wird mit einem Wachstum der Gesellschaft höchstwahrscheinlich abnehmen und ab einer gewissen Größe nicht mehr gegeben sein. In einer solchen Situation würde die betroffene Gesellschaft eher dazu neigen, das Unternehmen – wenn auch unter anderer Kontrolle – fortzuführen, um die Arbeitsplätze, das Know-how, die Kundenbeziehungen usw. zu bewahren. In diesem Kontext kann die Trennung von Eigentum und Kontrolle auch aus der Sicht des Gesellschafters vorteilhaft sein. Erreicht der Gründer ein gewisses Alter, wird er gegebenenfalls nicht mehr arbeiten wollen oder können. Ihm ist aber in aller Regel daran gelegen, weiterhin die Früchte seines Lebenswerks zu ernten. Ohne die Möglichkeit einer Trennung von Eigentum und Kontrolle wäre dies nicht umsetzbar. Ebenso kann er mit dieser Möglichkeit seine Eigentumsrechte auf Erben übertragen, ohne dass diese dazu verpflichtet wären, in der Gesellschaft tätig zu werden. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle löst damit das Problem, dass Gesellschaften „ewig“ leben können, während die Eigentümer nur eine begrenzte Lebenserwartung haben⁴.

2. Gesellschaftermotivierte Gründe

a. Spezialisierung

Die Trennung zwischen Eigentum am Unternehmen und Steuerung des Unternehmens führt zu einem Spezialisierungsvorteil für die Anteilseigner. Die Leitungsbefugnis wird dem Prinzipal-Agent-Ansatz entsprechend den Managern übertragen, welche besondere Fähigkeiten zur Führung von Unternehmen aufweisen. Dies kann von Vorteil sein, wenn der Eigentümer die berufsspezifisch notwendigen Voraussetzungen nicht erfüllt. Der Spezialisierungsaspekt ermöglicht es auch, dass visionäre, engagierte Gründer Projekte verwirklichen, ohne über das dafür

⁴ HILPISCH, s. 13.

notwendige Kapital zu verfügen. Spezialisierte Eigenkapitalgeber – wie z.B. Venture Capital-Unternehmen – statten Gründer mit Eigenkapital aus und werden damit zu (Mit-) Eigentümern⁵.

b. Diversifikation

Ein Einzelunternehmer, der einen Großteil seines Vermögens in seinem Unternehmen gebunden hat, ist überproportional hohen Risiken eingesetzt. Seine Investition in das Unternehmen in Form von Finanzkapital kann durch eine Krise mit anschließender Insolvenz auf einen Schlag verloren gehen. Dieses Risiko kann jedoch durch eine Streuung auf verschiedene Anlagearten vermindert werden. Der Unternehmer hat nämlich die Möglichkeit, an vielen Unternehmen eine Kapitalbeteiligung zu halten und damit eine optimale Risikoreduzierung durch Diversifikation in einem Portefeuille von Beteiligungen zu erreichen. In einem Insolvenzzenario hätte er dann einen Teil seines Vermögens, von dem er - zumindest befristet – zehren könnte⁶.

c. Konsum

Benötigt ein Eigentümer, der einen Großteil seines Vermögens in seiner Gesellschaft gebunden hat, liquide Mittel, so kann/muss er einen Anteil an der Gesellschaft veräußern. Es ist dabei unerheblich, ob er diese Mittel benötigt, um seinen Konsum (Haus, Auto etc.) zu finanzieren oder um anderen Verpflichtungen (Steuerschuld, Bußgeld etc.) nachzukommen. Eine solche Veräußerung an einen Investor oder über die Börse zu Realisierung von geschaffenen Werten führt wiederum zu einer Trennung von Eigentum und Kontrolle⁷.

3. Anreizbezogene Gründe

Anreizbezogene Gründe sind die Gründe, die aus einem Ziel resultieren, eine Angleichung der Interessen von Eigentümern und anderen Akteuren (Angestellten, Kunden, Lieferanten, gesellschaftliche Interessengruppen wie Gewerkschaften) zu realisieren. Die Eigentümer profitieren direkt über Ausschüttungen und Wertsteigerungen. Durch eine Beteiligung von Dritten an der Gesellschaft werden diese auch zu Eigentümern, wodurch es auch ihr Anreiz wird, im Interesse der Gesellschaft zu handeln und den Wert der Gesellschaft zu steigern. Im Allgemeinen hat die Bedeutung dieser Stakeholder, eine positive Anreizwirkung. Kunden werden bevorzugt Aufträge an solche Gesellschaften vergeben, an denen sie beteiligt sind,

⁵ HILPISCH, s. 14.

⁶ HILPISCH, s. 15.

⁷ HILPISCH, s. 15.

das sie dadurch indirekt profitieren. Lieferanten werden gegenüber Gesellschaften, an denen sie beteiligt sind, tendenziell keine überhöhten Preise in Rechnung stellen und bei Lieferengpässen bevorzugt liefern. Eine Beteiligung von Wettbewerbern kann einen vernichtenden Wettbewerb verhindern oder neue Vertriebskanäle öffnen. Eine Beteiligung von Fremdkapitalgebern kann wiederum dazu führen, dass die Interessen zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern angeglichen werden. Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen wird ein Unternehmer deshalb häufig einen Vorteil darin sehen, gewisse Stakeholder an seiner Gesellschaft zu beteiligen⁸.

B. PRINZIPAL-AGENT-PROBLEMATIK

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle weist nicht nur Vorteile auf. Sie ist auch mit Nachteilen verbunden. Die Nachteile dieser Trennung liegen vor allem in möglichen Interessengegensätzen zwischen den Kapitalgebern und Unternehmensleitung. Theoretisch sind solche Interessenkonflikte mit der Agency-Theorie zu erklären.

1. Agency-Theorie

a. Untersuchungsgegenstand der Agency-Theorie

Untersuchungsgegenstand der Agency-Theorie, die zuerst in einem Aufsatz von Jensen und Meckling erörtert wurde⁹, ist die Analyse und Gestaltung von Auftragsbeziehungen zwischen einem Prinzipal und einem Agenten. Nach dieser Theorie beauftragt der Prinzipal einen Agenten, in seinem Namen bestimmte Handlungen vorzunehmen bzw. Leistungen zu erbringen, in der Regel deshalb, weil er zu wenig Zeit hat, die Aufgaben wahrzunehmen, welche mit einer unternehmerischen Tätigkeit einhergehen, oder es fehlen ihm mitunter finanzielle Ressourcen sowie technisches und/oder organisatorisches Know-how. In dieser Hinsicht ist die Delegation von Aufgaben an andere Personen ein notwendiger Schritt. Dabei erwartet der Prinzipal vom Agenten, dass sich dieser voll und ganz für die Auftragserfüllung einsetzt, also nicht seine eigenen Ziele, sondern die Ziele des Prinzipals verfolgt. Er kann jedoch das Engagement und/oder die Qualitäten seines Agenten nur mit Einschränkungen erkennen und sieht – wenn überhaupt – nur das Ergebnis dessen Bemühungen. Demgegenüber hat der Agent einen Informationsvorsprung, da er sein eigenes Verhalten im Hinblick auf Erfolg besser beurteilen kann. Er kennt seine Handlungen, seine Absichten und seine Eigenschaften in der Regel genauer

⁸ HILPISCH, s. 15.

⁹ JENSEN, Michael / MECKLING, William: Theory of the Firm. Journal of Financial Economics, Vol. 3, Nr. 4, s. 327.

und früher, als sie dem Prinzipal deutlich werden oder ihm sogar auf Dauer verborgen bleiben. Bei unterstellter Nutzenmaximierung des Agenten könnte dieser diese Informationsasymmetrie zu Ungunsten des Prinzipals für seine eigenen Zwecke durch entsprechendes Handeln ausnutzen. Denn sein Verhalten wird durch Nutzenfunktion und nicht durch diejenige des Prinzipals definiert. Der eigennützig rational handelnde Agent verfolgt zuerst die eigenen Interessen. Die Interessen des Prinzipals wird er soweit wahren, als die Rahmenbedingungen ein solches Verhalten attraktiv oder zumindest ratsam erscheinen lassen¹⁰.

b. Ursachen für das Entstehen von Agency-Problemen

Hauptursache für das Entstehen von Agency-Problemen ist die asymmetrische Verteilung von Informationen zwischen Prinzipal und Agent¹¹. Spremann unterscheidet zwischen „Qualitätsunsicherheit“, „Hold-up“ und „Moral-Hazard-Problemen“ der Informationsverteilung¹². Im ersten Fall kennt der Prinzipal bestimmte, unveränderliche (bzw. nicht mehr kostenlos veränderbare) Eigenschaften des Agenten oder der von ihm angebotenen Leistungen vor Vertragsabschluss nicht. Er kann also die Qualität der angebotenen Leistung „ex-ante“ nicht beurteilen. Da der Agent dem Prinzipal falsche Tatsachen vorspielen kann, besteht die Gefahr, dass es zu „Adverse Selection“ kommt, dass also systematisch unerwünschte Vertragspartner ausgewählt werden. Als Beispiel dafür dient das berühmte „Lemons“-Modell von Akerlof. Er sagt, Käufer von Gebrauchswagen könnten – wenn überhaupt – nicht kostenlos die Qualität des angebotenen Gebrauchswagen beurteilen, so dass sie in einem Markt, in dem sowohl gute als auch schlechte „Lemons“-Gebrauchswagen angeboten werden, zum Beispiel einen Erwartungswert für die Qualität bilden und nur einen niedrigen Preis zu zahlen bereit sind, als sie für einen guten Wagen zahlen würden. Damit würden systematisch die Anbieter guter Gebrauchswagen aus dem Markt gedrängt, so dass am Ende nur noch schlechte Gebrauchswagen angeboten würden¹³. Diese Verhaltensunsicherheit wird auch „hidden characteristics“ genannt¹⁴.

Der „Hold-up“, welcher auch als „hidden intention“ bekannt ist, tritt im Gegensatz zur Qualitätsunsicherheit erst nach Vertragsabschluss auf. Goldberg bezeichnet mit

¹⁰ **VON DER CRONE**, Hans C.: Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft. Zeitschrift für Schweizerisches Recht, Band 119, Heft 2, s. 242.

¹¹ **FRITSCH**, Michael / **WEIN**, Thomas / **EWERS**, Hans J.: Marktversagen und Wirtschaftspolitik, 7. Aufl., Verlag Vahlen München, s. 282.

¹² **SPREMANN**, Klaus: Asymmetrische Information. Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Heft 5/6, s. 562.

¹³ **AKERLOF**, George A.: The Market for “Lemons”. Quarterly Journal of Economics, Vol. 89, s. 488.

¹⁴ **SPREMANN**, s. 561.

„Hold-up“ das opportunistische Ausnutzen von Vertragslücken. Da es unmöglich ist, in Verträgen alle Fälle und Varianten abschließend zu regeln, besitzt der Agent noch einen (juristischen) Freiraum für die tatsächliche Ausgestaltung der Gegenleistung. Diese kann dann vom Agenten bewusst gestalten werden, wobei es darauf ankommt, ob er sich partnerschaftlich, großzügig und kulant, oder eher egoistisch, kleinlich und formaljuristisch verhält. Das Verhalten des Agenten, das noch dessen Willen unterliegt, bleibt nicht verborgen, sondern zeigt sich offen¹⁵.

Bei „Moral-Hazard-Problemen“ – man spricht auch von „hidden action“ – unterliegt das Verhalten des Agenten noch dessen Willen, die vom Agent gewählte Aktion bleibt aber dem Prinzipal auch „ex-post“ verborgen. Der Prinzipal delegiert eine Aufgabe an einen Agent, der für seine Leistung entlohnt wird. Das Problem liegt hier darin, dass es dem Prinzipal zwar möglich ist, das Ergebnis der Delegation zu beobachten; er kann aber nicht das Anstrengungsniveau oder die Sorgfalt des Agenten beurteilen. Das Ergebnis der Aktion des Agenten hängt nämlich einerseits von einer der endogenen Variable, dem Anstrengungsniveau des Agenten, und andererseits von exogenen, von beiden Parteien nicht beeinflussbaren und vom Prinzipal nicht beobachtbaren Faktoren ab¹⁶.

c. Agency-Kosten

Die Interessenkonflikte zwischen Managern und Anteilseignern, die aufgrund der Trennung von Eigentum und Kontrolle in einer Aktiengesellschaft entstehen, führen indirekt zur Agency-Kosten. Unter Agency-Kosten versteht man Kosten, die daraus resultieren, der Prinzipal im Agency-Problem Aufwendungen tätigt, um die Missbrauchmöglichkeiten des Agenten einzuschränken¹⁷. Agency-Kosten setzen sich aus drei Komponenten zusammen: Erstens zeitigt der Prinzipal Kosten zur Überwachung und Kontrolle des Agenten (Monitoring Costs). Zweitens entstehen Ausgaben im Bemühen, eine „glaubhafte Bindung des Verhaltens des Agenten“ zu erzeugen (Bonding Costs). Und drittens erfährt der Prinzipal einen Residualverlust (Residual Loss). Dieser entsteht dadurch, dass der Agent nicht so gewinnorientiert handelt, wie der Prinzipal handeln würde¹⁸.

¹⁵ **GOLDBERG**, Victor P.: Regulation and Administered Contracts. Journal of Economics and Management Science, Vol. 7, s. 439.

¹⁶ **ARROW**, Kenneth J.: Wo Organisation endet. Gabler Verlag, Wiesbaden 1980, s. 34.

¹⁷ **ERLEI**, Matthias / **LESCHKE**, Martin / **SAUERLAND**, Dirk: Neue Institutionenökonomik, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 2007, s. 75.

¹⁸ **JENSEN** / **MECKLING**, s. 308.

2. Corporate Governance

Wie die Anteilseigner dafür sorgen können, dass die von ihnen beauftragten Manager tatsächlich ausschließlich in ihrem Interesse das Unternehmen leiten, ist die Grundproblematik der beschriebenen Agency-Theorie. Dieses Problem zu lösen oder zumindest zu verringern, ist das Ziel einer guten Corporate Governance. Im Folgenden soll ein Einblick gegeben werden, was genau unter dem Begriff „Corporate Governance“ zu verstehen ist und welche Elemente und Mechanismen sich Corporate Governance bedient.

a. Begriffsbestimmung

Für den aus dem Englischen kommenden Begriff „Corporate Governance“ gibt es keine deutsche bzw. türkische Entsprechung, die den gesamten Sachverhalt hinreichend korrekt wiedergibt. Etymologisch lässt sich der Begriff „Corporate“ auf das lateinische „Corpus“ zurückverfolgen, was englisch „Corporation“ ergeben hat. Corporation steht für die deutsche „Körperschaft“. Die Ursprünge des Wortes „Governance“ hingegen sind sowohl im Lateinischen als auch im Griechischen zu finden. Der lateinische Ursprung „gubernare“ steht ebenso wie das griechische „kybernetes“ für das deutsche „steuern“. Basiert man auf diesem Wortstamm, so gelangt man ungefähr zur wörtlichen Übersetzung: „Steuerung einer Körperschaft bzw. Gesellschaft“. Ob sich daraus jedoch eine exakte Definition des Begriffs „Corporate Governance“ ableiten lässt, ist angesichts der Vielgestaltigkeit von Mechanismen und Instrumentarien, welche die impliziten Vertragsbeziehungen zwischen Managern und Aktionären beeinflussen und somit den Kern des Problemkreises „Unternehmenskontrolle“ bilden, zweifelhaft.

Wie schwer es ist, zu einer einheitlichen Begriffsbestimmung zu gelangen, zeigt eine kurze und mehr oder weniger zufällige Auswahl von Definitionsversuchen. Eine der ersten der Begriffsdefinitionen findet sich im „Cadbury-Report“ aus England, welche die folgende Formulierung enthält: „Corporate Governance is the system by which companies are run“ (Ziff. 2.5. des Cadbury-Reports). Im italienischen „Preda Code“ sind es die Regeln, nach denen Unternehmen geführt werden (Ziff. 2.1. des Preda Codes). Eine ähnliche Definition ist in der Einleitung des schweizerischen „Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance“ zu finden, welche die Corporate Governance charakterisiert als die „Gesamtheit der auf das Aktionärsinteresse ausgerichteten Grundsätze, die unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz auf der obersten Unternehmensebene Transparenz und ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle anstreben“. Die „Organisation for Economic Co-operation and Development“ (OECD) beschreibt

hingegen Corporate Governance als die „Wechselbeziehungen zwischen allen unmittelbar und mittelbar durch die institutionellen Entscheidungsfindung beteiligten Akteuren ... (die) durch die institutionellen Rahmenbedingungen sowie durch das Regulierungsumfeld geprägt (werden)“ bzw. als „Struktur von Beziehungen und entsprechenden Verantwortlichkeiten in einer aus Aktionären, Bord-Mitgliedern und Managern bestehenden Kerngruppe zur bestmöglichen Förderung der nötigen Wettbewerbsleistungen, um das Hauptziel eines jeden Unternehmens verwirklichen zu können“.

An dieser Stelle ließe sich noch eine Vielzahl von weiteren Definitionsversuchen anführen. Am Ende wird jedoch festzustellen bleiben, dass eine abschließende Definition des Begriffs „Corporate Governance“ nicht zu erreichen ist. Der Grund dafür liegt nach Böckli, der sich aus schweizerischer Sicht intensiv mit dem Begriff „Corporate Governance“ und der internationalen Entwicklung auseinandergesetzt hat¹⁹, vor allem in der angelsächsischen Methodik²⁰, wo es nicht um elegante Begriffsdefinitionen, sondern vielmehr um die Herausarbeitung von funktionalen Zusammenhängen geht²¹.

b. Entwicklung der Corporate Governance

Die Grundproblematik von Delegationsbeziehungen wurde schon vor Entstehung der Agency-Theorie erkannt. So hegte Adam Smith in seiner im Jahre 1776 publizierten Schrift über den Wohlstand der Nationen Zweifel an den Erfolgchancen von Aktiengesellschaften. Er wies darauf hin, dass mit der Delegation einer Aufgabe an einen Agenten nicht nur Vorteile sondern durchaus auch Nachteile verbunden sein könnten. Da die Direktoren der Aktiengesellschaften mit anderer Leute Geld als mit ihrem eigenen wirtschaften, könne man, so Smith, nicht erwarten, dass sie darauf mit der gleichen sorglichen Wachsamkeit achten, wie die Partner einer Personengesellschaft häufig auf das ihre. Sie würden wie Verwalter eines reichen Mannes sehr dazu neigen, die Inachtnahme von Kleinigkeiten als der Ehre ihrer Herren zuwiderlaufend zu betrachten und würden sich sehr leicht dieser Pflicht entschlagen. Nachlässigkeit und Vergeudung müssten deshalb stets mehr oder minder in der Geschäftsleitung dieser Gesellschaften obwalten²². Die von Smith gehegten

¹⁹ **BÖCKLI**, Peter: Corporate Governance auf Schnellstrassen und Holzwegen. Der Schweizer Treuhänder, 74. Jg., s. 152.

²⁰ **PROWSE**, Stephen: Corporate Governance in an International Perspective: Legal and Regulatory Influences on Financial System Development. Federal Reserve Bank of Dallas (Hrsg.). Economic Review, s. 8.

²¹ **BÖCKLI**, s. 134.

²² **SMITH**, Adam: Untersuchung der Natur und Ursachen von Nationalreichtümern. (Jubiläumsausgabe), Band. II, Berlin 1879, s. 254.

Bedenken, dass die Manager weniger sorgfältig mit dem Kapital umgehen würden als die Aktionäre, wurden auch von Rudolf von Jhering geteilt. Jhering stand der damals aufkommenden Aktiengesellschaft äußerst kritisch gegenüber und schrieb 1893: „Solange das eigene Interesse am Steuerruder des Rechts sitzt, gibt es sich selber nicht preis; sowie aber das Steuerruder fremden Händen anvertraut wird, ist diese Garantie, welche das eigene Interesse gewährt, hinweggefallen, und die Gefahr heraufbeschworen, dass der Steuermann den Kurs dahin richte, wohin sein Interesse, nicht das fremde es wünschenswert macht²³. Umso pointierter umschrieb der deutsche Bankier Carl Fürstenberg den Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Managern: „Aktionäre sind dumm und frech-dumm, weil sie anderen Leuten ohne ausreichende Kontrolle ihr Geld anvertrauen; frech, weil sie Dividenden fordern, also für ihre Dummheit auch noch belohnt werden wollen.“²⁴. Diese Aussage spiegelte lange Zeit die Einstellung der Aktiengesellschaften zu ihren Aktionären wider.

Richtig in Gang gekommen ist diese Diskussion über Manager, die bei der Publikumsaktiengesellschaft eigene Interessen systematisch auch zum Schaden der Anteilseigner verfolgen, mit einem klassischen Buch, das Adolf Berle und Gardiner Means 1932 unter dem Titel „The modern corporation and private property“ veröffentlicht haben. In ihrer wegweisenden Studie von 1932 hatten die beiden Professoren aus der Columbia University gezeigt, dass in 44% der von ihnen untersuchten amerikanischen Unternehmen die Anteile derart breit gestreut waren, dass von einer „Herrschaft der Manager“ über diese Unternehmen gesprochen werden musste. In nur 11% der Unternehmen gab es eindeutige Mehrheitsaktionäre. Aufgrund des von ihnen beobachteten Trends zur Verteilung des Eigentums auf viele Anteilsbesitzer gingen sie von einer historischen Entwicklung zur Trennung von Eigentum und Kontrolle aus.

Das eigentliche Schlagwort „Corporate Governance“ erschien aber nach den Recherchen von Böckli erstmals 1976 in einem Buch von Courtney C. Brown, „Putting the Corporate Board to Work“, in den USA²⁵. Bedeutung gewann es jedoch erst 1987, als das „California Public Employees Retirement System“ (CalPERS), größter Pensionsfonds der Vereinigten Staaten von Amerika, darauf drängte, dass die Leitung von Unternehmen primär auf die Interessen der Anleger gerichtet sein muss. CalPERS machte ständig Schlagzeilen mit seinen Interventionen auf Hauptversammlungen,

²³ **JHERING**, Rudolf von: Der Zweck im Recht, 3. Aufl., Verlag Keip, Leipzig 1898, s. 218.

²⁴ Zitiert nach **GÜNTHER**, Thomas / **OTTERBEIN**, Simone: Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften. Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 66. Jg., Heft 4, s. 390.

²⁵ **BÖCKLI**, s. 134.

vor Gericht und in der Presse. Um das Verhalten von Konzernen zu korrigieren, veröffentlichte der Fonds für die kalifornischen Staatsbediensteten zudem eine Liste von Unternehmen, die durch besonders schlechte wirtschaftliche Leistung oder mangelhafte Corporate Governance auffällig geworden waren. Nach einer Studie der Wilshire Associates haben die Anforderungen von CalPERS zu einer Überrendite bei den von ihnen beeinflussten Unternehmen geführt. Während sich 96 Prozent der Unternehmen in den fünf Jahren vor Beeinflussung durch CalPERS schlechter entwickelten als der „Standard & Poor’s 500-Index“, erzielten diese Unternehmen in den darauf folgenden fünf Jahren eine Überrendite von 14 Prozent. Eine weitere, in den Jahren 1990 bis 1999 bei 1.500 Unternehmen durchgeführte Studie bestätigt diesen so genannten „CalPERS Effect“. Anhand 24 untersuchter Kriterien konnte festgestellt werden, dass gegenüber anderen Unternehmen eine 8,5 Prozent höhere Performance erzielt werden konnte²⁶.

So kam es zunehmend zu einer Diskussion über Corporate Governance, welche durch ein Forschungsprojekt des „American Law Institute“ (ALI) kräftig gefördert wurde. Auch die „Securities and Exchange Commission“ (SEC) und die „New York Stock Exchange“ (NYSE) beschäftigten sich mit dem Thema, was unter anderem zum „Blue-Ribbon-Report“ über die Unabhängigkeit der Audit-Funktion und über das Audit Committee führte. In jüngster Zeit erlebte die Diskussion von Corporate Governance einen neuen Aufschwung, welcher durch diverse Unternehmensskandale ausgelöst wurde. Die spektakulären Pleiten von Unternehmensriesen wie Enron, Adelphia und Worldcom aufgrund korrupter Buchhaltung und mangelnder Überwachung zerstörten das Vertrauen der Anleger in US-amerikanische Unternehmen. Um diesen Vertrauensverlust wieder zu beheben, hat der US-Kongress am 30. Juli 2002 die Sarbanes-Oxley Act - ein Corporate Governance Kodex in Gesetzesform - verabschiedet, welche die Schaffung einer Serie weitreichender neuer Regelwerke zur Verbesserung der Corporate Governance und zur Stärkung des angeschlagenen Anlegervertrauens vorschrieb. Am 29. August 2002 ist die erste SOA-Einführungsverordnung in Kraft getreten. Am 24. Juli 2002 verabschiedete der Verwaltungsrat der NASD neue Bestimmungen für die Corporate Governance der am NASDAQ Stock Market notierten Gesellschaften und am 1. August 2002 verschärfte der Verwaltungsrat der New York Stock Exchange ebenfalls die Corporate Governance Bestimmungen.

Der Startschuss für die Corporate Governance-Diskussion in Europa erfolgte 1992 durch den sogenannten „Cadbury-Report“ und den dazu gehörenden „Code of

²⁶ GOMPERS, Paul A. / ISHII, Joy L. / METRICK, Andrew.: Corporate Governance and Equity Prices. Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, Nr. 1, s. 144.

Best Practice“. Der nach Sir Adrian Cadbury benannte Bericht aus England befasste sich mit der internen Strukturierung, Funktionsweise und Zusammensetzung von Unternehmensleitung. Seit der Einführung des Cadbury Reports in England hat sich das Erstellen von Corporate Governance Kodex weit über West-Europa verbreitet und zunehmend an Bedeutung gewonnen. Mittlerweile haben viele kontinentaleuropäische Staaten bereits überarbeitete und vervollständigte Versionen von solchen Kodex erstellt, um möglichst hohe Transparenz zu gewährleisten. Um diese verschiedenen Länder-Kodex zu synthetisieren und somit eine internationale Mindeststandards für die Corporate Governance zu schaffen, hat die OECD im Jahre 1999 „Grundsätze der Corporate Governance“ aufgestellt (Im Jahre 2002 forderten die Mitgliedsregierungen die OECD auf, die Grundsätze zu überarbeiten, um den neuen Entwicklungen und Herausforderungen im Unternehmenssektor wirksam zu begegnen). Diese Grundsätze appellieren an die Mitgliedsregierungen, für einen effektiven Regulierungsrahmen zu sorgen und fordern die Unternehmen zu mehr Verantwortungsbewusstsein und Transparenz auf. Sie empfehlen den institutionellen Investoren, öffentlich zur Geschäftspolitik von Unternehmen Stellung zu nehmen und verantwortungsvoller zu handeln. Des Weiteren befürworteten sie eine Stärkung der Rechte für alle Aktionäre, die sie in die Lage versetzt, sich zur Vergütung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern äußern zu können. Sie fordern auch größere Transparenz und Offenlegung von Informationen, um Interessenskonflikten vorzubeugen.

c. Funktion der Corporate Governance

Eine prägnante Definition des Begriffs „Corporate Governance“ ist, wie soeben erwähnt, nicht zu erreichen. Die Tatsache, dass praktisch jeder etwas anderes unter dem Begriff „Corporate Governance“ versteht, gehört nach Böckli zu der schillernden Natur dieses aus dem angelsächsischen Bereich stammenden Begriffs²⁷. Gemäß Böckli ist man sich heute immerhin einig, dass in Corporate Governance zwei verschiedene Elemente unauflösbar verbunden sind. Demnach geht es bei der Corporate Governance in erster Linie um die „Balance im inneren Dreieck“ zwischen der Führungsfunktion des Managements, der Oberleitungs- und Überwachungsfunktion des Board of Directors bzw. Verwaltungsrates und der Prüfungsfunktion von Revisoren. Die Corporate Governance befasst sich aber auch mit der zweckmäßigen Zusammensetzung und Strukturierung des Verwaltungsrats als Gremium. Sie widmet sich gleichzeitig dem „Kräftegleichgewicht im äußeren Dreieck“ zwischen dem Unternehmen, dem Kapitalmarkt und den weiteren Anspruchsgruppen. Dabei geht es in erster Linie um die Kontrolle der Unternehmensspitze (Verwaltungsrat

²⁷ BÖCKLI, s.134.

und Management zusammengenommen) durch die auf nachhaltige Wertsteigerung ausgehenden Aktionäre, insbesondere die institutionellen Anleger, insgesamt um die Einbettung der unternehmerischen Funktionen in die Interessensphäre der Eigner²⁸.

4. Kontrollmechanismen der Corporate Governance

Die Corporate Governance umfasst eine Vielzahl von Mechanismen, die zu einer effizienten Interessenharmonisierung beisteuern. Generell wird zwischen internen und externen Kontrollmechanismen unterschieden. Bei der internen Kontrolle soll eine Überwachung der Unternehmensführung durch Mechanismen innerhalb des Vertragsnetzes einer Gesellschaft erreicht werden. Dagegen beruhen die externen Kontrollmechanismen auf der Einflussnahme externer Kräfte auf das Unternehmen und sein Management²⁹.

a. Interne Kontrollmechanismen

Zu den internen Kontrollmechanismen gehören die Überwachung durch Aktionäre, die Überwachung durch institutionelle Investoren, die Überwachung durch Kontrollgremien, die Gläubigerüberwachung sowie die Überwachung durch andere Vertragspartner. Insbesondere die Aktionäre eines börsennotierten Unternehmens haben die Möglichkeit, ihre Unzufriedenheit mit dem Management und seinem Verhalten durch Verkauf von Aktien (exit/voting on foot) oder durch Ausübung des mit dem Eigenkapitalanteil verbundenen Stimmrechts (voice) auszudrücken³⁰. Wenn genügend Aktionäre mit Verkauf von Aktien auf unzulängliche Leistungen des Managements reagieren, so bestraft der Aktienmarkt das Management mit sinkenden Börsenkursen und setzt es auf diesem Weg unter Druck³¹.

Großaktionäre von Publikumsaktiengesellschaften, bei denen es sich zumeist um strategische Investoren handelt, können ebenfalls eine große Bedeutung für die Corporate Governance besitzen. Maßgeblicher Kontrolleinfluss der Großaktionäre resultiert aus dem sogenannten „Free-Rider-Effekt“. Demzufolge ist es für die an einem Abkommen Beteiligten vorteilhafter, sich selbst wenig zu engagieren und von den Anderen mehr einzufordern. So profitiert man mit geringem eigenem

²⁸ **BÖCKLI**, s. 133f.

²⁹ **JENSEN**, Michael: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, Vol. 48 Nr. 3, s. 831.

³⁰ **WITT**, Peter: Konsistenz und Wandlungsfähigkeit von Corporate Governance Systemen, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Band 71, Ergänzungsheft 4, s. 76.

³¹ **DE PURRY**, David: Corporate Governance – Herausforderung für die Unternehmensführung, *Der Schweizer Treuhänder*, s. 1030.

Aufwand durch die Anstrengung der Anderen. Dieser Effekt ist auch bei Publikumsaktiengesellschaften zu beobachten. Da die Ausübung der Stimmrechte in der Regel mit signifikanten Kosten verbunden, verzichten die Kleinaktionäre häufig auf die Ausübung der eigenen Stimmrechte, die ihnen nur einen vernachlässigbaren zurechenbaren Nutzen bringt. Stattdessen profitieren sie von der Kontrollausübung durch Grossaktionäre³².

Um sich vor Schädigungen durch Managements zu schützen, neigen Fremdkapitalgeber in der Regel dazu, nur kurzfristige Kredite zu gewähren. Damit ergibt sich für ein Unternehmen, das sich zum größten Teil über einen Kapitalmarkt finanziert, immer wieder die Notwendigkeit, neue Kredite zu beantragen und entsprechende Kreditwürdigkeitsprüfungen über sich ergehen zu lassen³³. Die Befürwortung oder Ablehnung der Kreditvergabe hängt nämlich u.a. kritisch vom Ruf der entsprechenden Gesellschaft am Kapitalmarkt ab³⁴. Ein Unternehmen, das keine gute Position im Ratingprozess erzielt, wird entweder keine Kredite bekommen oder einen deutlich höheren Zinssatz für die Kapitalbereitstellung leisten müssen. Vor diesem Hintergrund besteht für die Manager von Unternehmen, die sich mit Fremdkapital finanzieren, Anreiz, Corporate Governance – Regeln zu beachten. Denn die Beachtung von Corporate Governance-Grundsätzen könnte möglicherweise dazu beitragen, dass das betreffende Unternehmen ein günstigeres Rating erhält bzw. eine ungünstigere Einstufung verhindern. Dies würde seine Kreditwürdigkeit erhöhen und damit die Finanzierungskosten für das Unternehmen ganz erheblich beeinflussen.

b. Externe Kontrollmechanismen

Sind auf Grund der strukturellen und rechtlichen Gegebenheiten im Unternehmenssektor die internen Kontrollmechanismen nicht ausreichend vorhanden oder nicht wirksam genug, ist es erforderlich, von außen derart auf die Unternehmen einzuwirken, dass eine optimale Unternehmensführung erreicht wird. Dabei kann die Disziplinierungswirkung auf die Geschäftsführung auf verschiedene Weisen erzielt werden. Zum einen üben verschiedenste Marktkräfte einen permanenten Wettbewerbsdruck auf Unternehmen und deren Management aus. Wird diesem Druck der Märkte, seien es Kapitalmärkte, Arbeitsmärkte für Manager, Produkt- und Beschaffungsmärkte oder der Markt für Corporate Control (Unternehmenskontrolle), nicht nachgegeben, drohen erhebliche wettbewerbliche Nachteile, welche bis zur Verdrängung aus diesen Märkten führen können. Insofern setzt allein die Existenz

³² WITT, s. 75.

³³ WITT, s.75.

³⁴ SCHLEIFER, Andrei / VISHNY, Robert: A Survey of Corporate Governance, in Journal of Finance, Vol. 52 Nr. 2, s.749.

funktionsfähiger kompetitiver Märkte starke Anreize für das Management, effizient und damit im Sinne der Eigentümer zu agieren³⁵.

c. Gesetzliche Kontrollmaßnahmen

Allerdings ist kaum ein Markt weltweit frei von Friktionen wie z.B. Transaktionskosten, unvollkommene Information, Fairnessnormen oder Einfluss konjunktureller Störungen, die seine Funktionsfähigkeit und Effizienz und damit auch den Wettbewerb auf diesem Markt beeinträchtigen. Dort, wo der Markt allein nicht in der Lage ist, aktionärgerechte Anreizstrukturen für das Management zur Verfügung zu stellen, ist der Schutz von Investoren vor Schädigung durch eigennützige Manager durch entsprechende Gesetze und Regulation zu gewährleisten. Ohne solchen Schutz würde bei den Investoren nur geringe Bereitschaft bestehen, den Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, so dass sich kein liquider Aktienmarkt entwickeln könnte. Dies würde zudem zur Finanzierungsdefiziten und höheren Kapitalkosten führen, welche die Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Unternehmen einschränken würde³⁶.

III. ERGEBNIS

Aktionäre stellen Unternehmen finanzielle Mittel in Form von Eigenkapital zur Verfügung. Im Gegenzug erhalten sie mit der Aktie einen Anspruch auf das Kapital. Es ist jedoch zu beobachten, dass Eigentum und Kontrolle auseinander fallen. Nach der Prinzipal-Agenten-Theorie führt die Trennung von Eigentum und Kontrolle zu Interessenkonflikten zwischen Eigentümern und Management. Durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle entsteht unter Umständen das Problem, dass die Ziele des Managements nicht mit der Zielsetzung der Unternehmenseigner übereinstimmen. Da das Management in der Regel nicht Eigentümer des Unternehmens ist, profitiert es auch nur in begrenztem Maße von seinen eigenen Entscheidungen bzw. trägt auch nur begrenzt die Kosten seines Handelns. Es ist durchaus möglich, dass das Management andere geschäftspolitische Interessen verfolgt als die Anteilseigner. Es sind also Anreiz- und Kontrollmechanismen nötig, die erstens gewährleisten, dass das Management die Interessender Eigentümer - aber auch sonstiger für den Unternehmenserfolg wichtiger Gruppen (den sog. „Stakeholdern“ wie Mitarbeiter, Lieferanten, Kunden etc.) - auch tatsächlich bei der Führung des Unternehmens beachtet und zweitens gleichzeitig ;sicherstellen, dass die Anteilseigner in die Lage versetzt werden, das Management angemessen kontrollieren zu können.

³⁵ WITT, s. 75.

³⁶ HELMIS, Sven: Corporate Governance in Deutschland: Eigentums- und Kontrollstrukturen und rechtliche Rahmenbedingungen in der „Deutschland AG“. Arbeitsberichte aus dem „Institute for Mergers & Acquisitions“ (IMA) Nr. 03/02, s. 15.

Es sind „Spielregeln“ für den Interessenausgleich von Management und Anteilseignern notwendig, die ihren Beitrag dazu leisten, das Vertrauen der Investoren in das Unternehmen zu gewinnen und sie zu veranlassen, dem Unternehmen ihr Kapital über einen längeren Zeitraum zur Verfügung zu stellen. Solche Regeln verbergen sich letztlich hinter dem Begriff „Corporate Governance“.

Corporate Governance spielt auf das funktionale Zusammenspiel je in einem inneren Dreieck, dem sogenannten Innverhältnis, und einem äußeren Dreieck, dem sogenannten Außenverhältnis, sowie zwischen diesen beiden Kräftefeldern ab. Im Innenverhältnis wird eine ausgewogene Regelung der Beziehungen zwischen der Geschäftsführung, dem Verwaltungsrat und der Revisionsstelle bezweckt. Im Außenverhältnis hingegen soll ein Ausgleich zwischen den Interessen des Unternehmens, den Anlegern im Kapitalmarkt sowie der Aktionäre und weiterer Betroffenen erreicht werden.

BİBLİYOGRAFYA

AKERLOF, George A.: The Market for “Lemons”. Quarterly Journal of Economics, Vol. 89, 1970, s. 488-500.

ARROW, Kenneth J.: Wo Organisation endet. Gabler Verlag, Wiesbaden 1980.

BÖCKLI, Peter: Corporate Governance auf Schnellstrassen und Holzwegen. Der Schweizer Treuhänder, 74. Jg., 2000, s. 133-152.

DE PURRY, David: Corporate Governance – Herausforderung für die Unternehmensführung, Der Schweizer Treuhänder, 1995, s. 1029-1036.

EISENBERG, Melvin A.: The Structure of Corporation Law. Columbia Law Review, Vol. 89, 1989, s. 1461-1525.

ERLEI, Matthias / LESCHKE, Martin / SAUERLAND, Dirk.: Neue Institutionenökonomik, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 2007.

FRITSCH, Michael / WEIN, Thomas / EWERS, Hans J.: Marktversagen und Wirtschaftspolitik, 7. Aufl., Verlag Vahlen, München 2007.

GOLDBERG, Victor P.: Regulation and Administered Contracts. Journal of Economics and Management Science, Vol. 7, 1976, s. 426-441.

GOMPERS, Paul A. / ISHII, Joy L. / METRICK, Andrew: Corporate Governance and Equity Prices. Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, Nr. 1, 2003, s. 107-155.

GÜNTHER, Thomas / OTTERBEIN, Simone: Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften. Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 66. Jg., Heft 4, 1986, s. 389-417.

HELMIS, Sven: Corporate Governance in Deutschland: Eigentums- und Kontrollstrukturen und rechtliche Rahmenbedingungen in der „ Deutschland AG“. Arbeitsberichte aus dem „Institute for Mergers & Acquisitions“ (IMA) Nr. 03/02, 2002.

HILPISCH, Yves J.: Gründe für die Trennung von Eigentum und Kontrolle.. (http://www.innovalue.de/backoffice/pdf/120614709947_e4581b72eca.pdf). online erişim tarihi: 22.10.2008)

JENSEN, Michael: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. Journal of Finance, Vol. 48 Nr. 3, 1993, s. 831-880.

JENSEN, Michael / MECKLING, William: Theory of the Firm. Journal of Financial Economics, Vol. 3, Nr. 4, 1976, s. 305-360.

JHERING, Rudolf von: Der Zweck im Recht, 3. Aufl., Verlag Keip, Leipzig 1898.

PROWSE, Stephen: Corporate Governance in an International Perspective: Legal and Regulatory Influences on Financial System Development. Federal Reserve Bank of Dallas (Hrsg.). Economic Review: 2-15, 1994.

SCHLEIFER, Andrei / VISHNY, Robert: A Survey of Corporate Governance, in Journal of Finance, Vol. 52 Nr. 2, 1997, s. 737-783.

SMITH, Adam: Untersuchung der Natur und Ursachen von Nationalreichtümern. (Jubiläumsausgabe), Band. II, Berlin 1879.

VON DER CRONE, Hans C.: Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft. Zeitschrift für Schweizerisches Recht, Band 119, Heft 2, 2000, s. 235-271.

WITT, Peter: Konsistenz und Wandlungsfähigkeit von Corporate Governance Systemen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Band 71, Ergänzungsheft 4, 2001, s. 73-85.