



IBF Paper Series

02 - 20

## Das Arbeitsgebiet „Unternehmensfinanzierung“ als Teil der deutschen Betriebswirtschaftslehre

Prof. Dr. Dr. h.c. Reinhard H. Schmidt, Goethe-Universität Frankfurt

### Abstract:

This article discusses how the German and the international academic debates about corporate finance developed in the course of the past 50 years, and how they are related. Four different phases of development are distinguished and contrasted. The main aspect in which they differ relates to the assumption of whether the capital market is perfect or not. This assumption shapes the main propositions of the theory of corporate finance but also, in a more general sense, determines which topics in finance attract the attention of researchers and therefore are a topic of the theory. During the first two phases of development, one can still see specific German features of the academic discourse, whereas in the latter two phases, German authors have become more and more part of one single international research community

JEL-Classification: B26, B41, G30

IBF Paper Series  
Banking and Finance in Historical Perspective  
ISSN 2510-537X

Herausgeber / Editorial Board  
Prof. Dr. Carsten Burhop  
Prof. Dr. Joachim Scholtyseck  
Prof. Dr. Moritz Schularick  
Prof. Dr. Paul Thomes

Redaktion / Editorial Office  
Hanna Floto-Degener  
Geschäftsführerin  
IBF - Institut für Bank- und Finanzgeschichte e.V.  
Eschersheimer Landstraße 121-123  
D-60322 Frankfurt am Main  
Germany  
Tel.: +49 (0)69 6314167  
Fax: +49 (0)69 6311134  
E-Mail: [floto-degener@ibf-frankfurt.de](mailto:floto-degener@ibf-frankfurt.de)  
Satz: Pauline Lauch

© IBF - Institut für Bank- und Finanzgeschichte / Institute for Banking and  
Financial History, Frankfurt am Main 2020

# Prof. Dr. Dr. h.c. Reinhard H. Schmidt



Seniorprofessor, Abteilung Finance, Goethe-Universität Frankfurt und SAFE.

Kontakt: House of Finance, Theodor-W.-Adorno-Platz 3  
D-60629, Frankfurt am Main  
E-Mail: schmidt@finance.uni-frankfurt.de

## Das Arbeitsgebiet „Unternehmensfinanzierung“ als Teil der deutschen Betriebswirtschaftslehre

### Inhalt

1. Einleitung, Abgrenzung, und Schwerpunkte	1
2. Die Entwicklung des Faches Finanzen	2
2.1 Überblick: Phasen und Betrachtungsweisen	2
2.2 Die ältere „Finanzwirtschaftslehre“	4
2.3 Fast ein deutscher Sonderweg: Die Idee der Simultanplanung	6
2.4 Merkmale der modernen Theorie und ihrer Rezeption in Deutschland	8
2.5 Die kapitalmarktorientierte Investitions- und Finanzierungstheorie	10
2.6 Die institutionenorientierte Finanzierungstheorie	15
3. Das Verhältnis zu Nachbardisziplinen	21
3.1 Finanzen und Rechnungswesen	21
3.2 Finanzen und Entscheidungstheorie	22
3.3 Finanzen und Organisationstheorie	23
3.4 Finance und Corporate Governance	24
4. Schlussbemerkungen	26
Literaturverzeichnis	28

# 1. Einleitung, Abgrenzung, und Schwerpunkte

Dieser Beitrag befasst sich mit der Entwicklung des Lehr- und Forschungsgebiets „Finanzen“ - früher meistens als „Investition und Finanzierung“ und heute immer häufiger als „Finance“ bezeichnet - als Teilgebiet der Betriebswirtschaftslehre in den letzten 60 Jahren.<sup>1</sup> Das ist in etwa der Zeitraum, den ich erst als Student und später als Professor miterlebt habe und deshalb einigermaßen gut überblicke.

Das Fach Finanzen gehört in den deutschsprachigen Ländern eindeutig in die Betriebswirtschaftslehre. Eine ausschließliche Ausrichtung dieses Beitrags auf Finanzen als Teil der deutschen Betriebswirtschaftslehre wäre allerdings aus zwei Gründen nicht sachgerecht: Erstens weil Finanzen, wie andere Teilgebiete der Betriebswirtschaftslehre auch, im Zeitablauf immer mehr in den internationalen wissenschaftlichen Diskurs eingebunden ist und zweitens weil die Entwicklung auf diesem Arbeitsgebiet weit mehr als die anderer Teilgebiete durch Volkswirte, durch deren Denkweise und durch deren Sicht der Welt geprägt worden ist. Es geht im Folgenden deshalb auch um die relevanten internationalen Entwicklungen und darum, wie die deutsche Betriebswirtschaftslehre mit diesen beiden Arten von „intellektuellen Importen“ umgegangen ist.

Dieser Beitrag befasst sich vor allem mit theoretisch-konzeptionellen Entwicklungen auf dem Gebiet Corporate Finance.<sup>2</sup>

Woran sollte man sich orientieren, wenn man die Ideengeschichte auf einem wissenschaftlichen Gebiet beschreiben will? Im Falle des Faches Finanzen liegt es nahe, die Inhalte einschlägiger Lehrbücher als Ausgangspunkt zu wählen. Gute Finanzlehrbücher vermitteln generell ein Bild davon, was kompetente Fachkollegen als relevante wissenschaftliche Erkenntnisse einstufen. Speziell für Deutschland gilt zudem, dass nahezu alle inhaltlich einflussreichen Forscher auch als Autoren von Lehrbüchern hervorgetreten sind und regelmäßig neuere Einsichten und Erkenntnisse in ihre Lehrtexte eingearbeitet haben.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Zu frühen Vorläufern siehe Schneider (1981)[54], Kap. 13.

<sup>2</sup> In dem von Wenzel Matiaske und Dieter Sadowski herausgegebenen 2. Band zur Ideengeschichte der deutschen Betriebswirtschaftslehre, in dem dieser Beitrag erscheinen soll, wird es voraussichtlich noch zwei weitere finanzbezogene Kapitel geben. Wolfgang Bessler berichtet über die empirische Forschung zur Kapitalmarkttheorie und zum Asset Pricing - und damit zumindest indirekt auch zu Themen der Unternehmensfinanzierung - und Marc Oliver Rieger über „Behavioral Finance“, dies freilich weitgehend ohne Bezug zu „Corporate Finance“. Damit wird von allen drei Beiträgen immer noch vieles ausgeblendet, was heute im Zentrum der Finanzforschung steht, namentlich die Bankbetriebslehre, die Regulierung und das relativ neue Gebiet „Household Finance“.

<sup>3</sup> Das gilt, um nur wenige Beispiele zu nennen, für Günter Franke und Herbert Hax (1988)[11], Dieter Schneider (1970)[53], Klaus Spremann (2010)[58] und Peter Swoboda (1971, 1981)[63][64].

Wissenschaftsgeschichte ist immer subjektiv. Mein Beitrag reflektiert meine Lern- und Lehrerfahrungen und damit auch meine Frankfurter akademische Umgebung, in der ich den überwiegenden Teil meiner Zeit als Student und Professor verbracht habe. Diese Prägung stellt allerdings nur eine geringe Einschränkung dar, weil Frankfurt über Jahre hinweg der Hochschulstandort in Deutschland war (und heute wieder ist), an dem die dominierenden Ideen auf dem Gebiet „Finance“ und seinen Nachbargebieten entwickelt oder zuerst aufgegriffen worden sind.

Im folgenden Abschnitt wird dargestellt, wie sich die deutsche und die internationale Fachdiskussion auf dem heute generell als „Corporate Finance“ bezeichneten Gebiet im Verlauf der letzten 50 Jahre entwickelt haben. Dabei werden vier Phasen betrachtet. Sie unterscheiden sich hinsichtlich der Annahme darüber, ob der Kapitalmarkt vollkommen oder unvollkommen ist. Wie gezeigt wird, prägt diese Annahme nicht nur die Hauptaussagen der Finanzierungstheorie, sondern darüber hinaus auch, welche Themen überhaupt als wichtig erscheinen. In den ersten beiden Phasen lässt sich noch eine gewisse Eigenständigkeit der deutschen Fachdiskussion erkennen, während sich die deutschen Beiträge in den beiden späteren Phasen nahtlos in den internationalen Diskussionszusammenhang einfügen.

Ergänzend wird im Abschnitt 3 der für die Entwicklung der Betriebswirtschaftslehre sehr wichtige Zusammenhang zwischen dem Fach „Finanzen“ und seinen Nachbargebieten kurz behandelt. Den Abschluss bilden einige einordnende Überlegungen zur Entwicklung des Faches „Finance“.

## 2. Die Entwicklung des Faches Finanzen

### 2.1 Überblick: Phasen und Betrachtungsweisen

Sieht man von der im Abschnitt 2.3. zu besprechenden Besonderheiten der deutschen Diskussion ab, kann man die Entwicklung der prägenden Ideen auf dem Arbeitsgebiet Finanzen als eine Abfolge von drei Phasen kennzeichnen. Es sind

1. die Phase der traditionellen Finanzwirtschaftslehre,
2. die Phase der kapitalmarktorientierten Finanztheorie und
3. die Phase der institutionenorientierten Finanztheorie.

Die erste reichte bis in die 1970er Jahre und prägte auch danach noch lange, wie an vielen Hochschulen im deutschsprachigen Raum und auch andernorts das Fach Finanzen gelehrt wurde. Die zweite hatte, von Vorläufern abgesehen, ihren Beginn um 1960, erlebte in der internationalen Forschung ihren Höhepunkt in den späten 1970er-Jahren und war auch spätestens seit den 1980er-Jahren in Deutschland vorherrschend.

Die dritte entstand zum Beginn der 1970er-Jahre, entfaltete sich in den 1980er-Jahren und wurde dann auch in Deutschland aufgegriffen. Die zweite und die dritte subsumiere ich unter die gemeinsame Überschrift „moderne Investitions- und Finanzierungstheorie“. Mit einem Blick voraus auf das, was die zweite und die dritte Phase voneinander unterscheidet, kann man die erste Phase dadurch kennzeichnen, dass institutionelle Faktoren explizit im Zentrum stehen und deshalb der Kapitalmarkt implizit als unvollkommen angenommen wird. Die zweite Phase beruht auf der expliziten Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes und deren Implikation, dass institutionelle Faktoren generell als „irrelevant“ erscheinen, während die Finanztheorie der dritten Phase im strikten Gegensatz dazu gezielt Marktunvollkommenheiten und Institutionen in den Mittelpunkt stellt und zumindest insoweit an die erste Phase anknüpft.

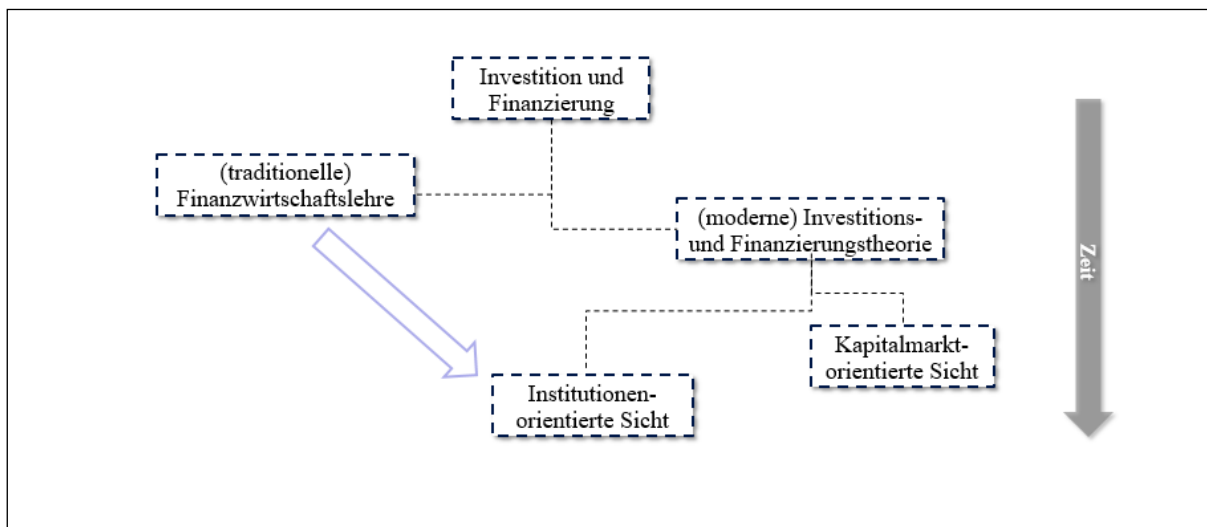


Abb. 1: Betrachtungsweisen und Phasen

Unabhängig von den gleich zu erläuternden Vorbehalten gegen die Einteilung in drei Phasen ist aus deutscher Sicht eine Modifikation gegenüber dem Bild geboten, das die internationale und namentlich die amerikanische Entwicklung zu zeichnen nahelegt: In Deutschland gab es eine vierte Phase, für die die Idee der simultanen Planung von Investitionen und Finanzierungsmaßnahmen prägend war. Zeitlich folgte sie auf die Phase der traditionellen Finanzwirtschaftslehre.

Rein zeitlich betrachtet folgen die drei bzw. vier Phasen trotz beträchtlicher Überlappungen aufeinander. Insofern mag es gerechtfertigt erscheinen, von Phasen zu sprechen. Aber der Begriff der Phasen legt die Vorstellung einer eher kontinuierlichen Weiterentwicklung nahe. Diese Vorstellung ist aber nicht angemessen. Die wesentlichen Arbeiten, die man den drei bzw. vier Phasen zuordnen kann, bauen inhaltlich nicht auf einander auf, sondern sie unterscheiden sich grundlegend von denen der jeweils vorherigen. Das betrifft die Bedeutung von Grundbegriffen, die als wichtig angesehenen Fragestellungen und die Maßstäbe, nach denen

einzelne Arbeiten gegenüber anderen gegebenenfalls als überlegen und damit als wissenschaftlicher Fortschritt eingeordnet werden können. Deshalb ist es nicht möglich, die Arbeiten einer Phase generell als besser oder schlechter einzustufen als die der jeweils vorhergehenden. Sie sind nicht besser, sondern einfach anders.

Diese Inkommensurabilität macht die Entwicklung der Finanztheorie interessant und faszinierend. Begriffe aus der allgemeinen wissenschaftstheoretischen Diskussion aus der Zeit nach Popper aufgreifend kann man statt von unterschiedlichen Phasen eher von unterschiedlichen Paradigmen im Sinne von Thomas Kuhn (1972)[29] oder von wissenschaftlichen Forschungsprogrammen im Sinne von Imre Lakatos (1977)[30] sprechen. Von Eva Terberger stammt in diesem Zusammenhang ein meines Erachtens noch besser passender Begriff: der der Betrachtungsweisen.<sup>4</sup> Der kapitalmarktorientierte und der institutionenorientierte Zweig der modernen Finanztheorie reflektieren fundamental unterschiedliche Betrachtungsweisen des behandelten gemeinsamen Gegenstandsbereichs.

Im Folgenden werden die vier Phasen und die mit ihnen verbundenen Betrachtungsweisen detaillierter gekennzeichnet und eingeordnet.

## 2.2 Die ältere „Finanzwirtschaftslehre“

Die Betriebswirtschaftslehre der 1960er-Jahre war noch durch das Grundlagenwerk von Erich Gutenberg geprägt, in dessen Mittelpunkt „Die Produktion“ und „Der Absatz“ standen.<sup>5</sup> Anderes, darunter „die Finanzen“<sup>6</sup>, wurde als Teile der Allgemeinen BWL in diesen Rahmen eingeordnet. Das war auch in meiner ersten BWL-Vorlesung so, die ich im Sommersemester 1966 bei Karl Hax hörte, einem kurz vor der Emeritierung stehenden Vertreter der ersten Nachkriegsgeneration betriebswirtschaftlicher Hochschullehrer.<sup>7</sup>

Gegenstand des finanzbezogenen Vorlesungsteils waren vor allem institutionelle Fragen wie die, welche Formen und Instrumente der Finanzierung Unternehmen zur Verfügung stehen, welche Rechte Kapitalgeber haben und welche Vor- und Nachteile aus der Sicht des sich finanzierenden Unternehmens die einzelnen

---

<sup>4</sup> Vgl. Terberger (1994)[65] und die von ihr verfasste methodologische Einleitung in der 3. und 4. Auflage unseres gemeinsamen Lehrbuchs[51].

<sup>5</sup> Vgl. Gutenberg (1951)[16] und Gutenberg (1955)[17]. Diese für die deutsche Betriebswirtschaftslehre prägende Sicht ist schon in Gutenbergs Habilitationsschrift (1929)[15] vorgezeichnet.

<sup>6</sup> Es gibt auch einen dritten Band von Gutenbergs „Grundlagen“ zum Thema „Die Finanzen“ (1969)[18]. Doch dieser Band hatte keinen Einfluss auf die weitere deutsche Fachdiskussion.

<sup>7</sup> Finanzen spielten in seiner Vorlesung zur Allgemeinen Betriebswirtschaftslehre wohl auch deshalb eine wichtige Rolle, weil K. Hax kurz vorher dazu einen umfangreichen stilprägenden Text (Hax 1966)[23] veröffentlicht hatte.

Finanzierungsinstrumente und -formen aufweisen. Hinzu kamen auch einige Überlegungen zum unternehmerischen Finanzmanagement. So wurde thematisiert, dass externe Kapitalbeschaffung zu Auszahlungsverpflichtungen führt, dass dies Liquiditätsprobleme verursachen kann und wie solchen Problemen zu begegnen ist. Schließlich wurde die Frage aufgeworfen, was eine gute Finanzierung kennzeichne. Als Antwort wurden „Finanzierungsprinzipien“ wie Kostengünstigkeit, Flexibilität und Sicherheit genannt. Wenn ich mich daran richtig erinnere, ließ Karl Hax allerdings erkennen, dass er diese Antwort auch selbst wenig befriedigend fand; was Kostengünstigkeit, Flexibilität, Sicherheit etc. genau bedeuten könnten, waren damals noch offene Fragen.

Welchen Stellenwert hatten Finanzierungsfragen in der damaligen BWL? Die Grundvorstellung jener Zeit war, dass eine Unternehmung ein „Sachziel“ habe, eben die Produktion und den Absatz von Gütern und Leistungen, und daneben - konzeptionell aber eher nachrangig - das „Formalziel“, Gewinn zu erwirtschaften oder zumindest die Kosten zu decken. Um produzieren und die Produkte vertreiben zu können, sind Produktions- und Vertriebskapazitäten erforderlich. Hat ein Unternehmen diese nicht, muss es sie schaffen und das erfordert Investitionen. Das Investieren stellt insofern eine „Hilfsfunktion ersten Grades“ für das dar, worauf es „eigentlich“ ankommt. Und um investieren zu können, braucht ein Unternehmen Investitionsmittel. Deren Beschaffung, also die Finanzierung, ist somit zwar wichtig, aber konzeptionell erst recht nachrangig. Sie erfüllt nur eine „Hilfsfunktion zweiten Grades“ für das, was „eigentlich“ wichtig ist. Natürlich soll die Finanzierung so erfolgen, dass der Betriebsprozess nicht durch Liquiditätsprobleme gestört oder auch nur gefährdet wird.

Man kann das, was Karl Hax uns als Studienanfängern geboten hat, getrost als intellektuelle Magerkost bezeichnen. Aber wirklich falsch war es - sogar aus heutiger Sicht - auch nicht. Zumindest ist es plausibel, dass Unternehmen Finanzierungsprobleme haben und dass es darauf ankommt, sie zu lösen, dass dies aber nicht die primären Aufgaben von Unternehmen wären.<sup>8</sup>

Aus der Sicht der weiteren Entwicklungen im Fach Finanzen drängt sich die Frage auf, wie sich die Vertreter der traditionellen Finanzwirtschaftslehre die relevanten Ausschnitte der Wirklichkeit vorgestellt haben müssten, wenn ihnen dies als Frage bewusst gewesen wäre. Offensichtlich gingen sie davon aus, dass es wirkliche Finanzierungsprobleme - und nicht nur eine unproblematische Notwendigkeit der Finanzierung von Investitionen - gibt und dass diese Probleme besser gelöst werden können, wenn Entscheider alles Mögliche über Aktien, Anleihen, Kredite und andere Finanzierungsformen und über die Vermeidung von

---

<sup>8</sup> Ähnliche Gedanken finden sich immer noch in populären betriebswirtschaftlichen Büchern. Michael Porters „Value Chain“ aus seinem Bestseller „Competitive Advantage“ (1985)[43] mit der Unterscheidung von „primary activities“ und „support activities“ entspricht genau der Idee von Hilfsfunktionen ersten und zweiten Grades.



Liquiditätsproblemen gelernt haben. Modern formuliert heißt das: „finance matters“, die Finanzierung ist für den Unternehmenserfolg „relevant“, und dies ist so, weil „die Kapitalmärkte“ nicht vollkommen sind.

Das ist eine, wenn auch versteckte und vielleicht sogar unerkannte, sehr starke und wichtige These, denn in der späteren Entwicklung der Finanztheorie geht es genau darum, ob „finance matters“. Das kann so sein, nur ist es eben nicht selbstverständlich, und wenn es der Fall ist, sind die institutionellen Formen der Finanzierung vermutlich wichtiger, als es wenig später gesehen wurde. Insofern enthält die Finanzwirtschaftslehre implizit eine Herausforderung für die gesamte nachfolgende finanztheoretische Diskussion.

### 2.3 Fast ein deutscher Sonderweg: Die Idee der Simultanplanung

Mitte der 1960er-Jahre kam es an vielen deutschen Universitäten zu einem Generationswechsel. Wie bei Karl Hax standen auch bei den damals jungen Frankfurter Professoren Adolf Moxter, Peter Swoboda und Dieter Schneider<sup>9</sup> Finanzthemen im Zentrum von Lehre und Forschung.

Ein bis heute wichtiges Ergebnis der Beschäftigung mit der Investitionstheorie war der Nachweis, dass die Kapitalwertmethode im Konfliktfall der Methode des Internen Zinsfußes überlegen ist. Der Grund dafür ist die völlig unlogische implizite Annahme der Methode des Internen Zinsfußes darüber, wie Restmittel oder Kapitalrückflüsse angelegt werden könnten. Bemerkenswert an diesem Nachweis - und folgenreich - ist, dass er sich auch unter der vereinfachenden Annahme sicherer Erwartungen zwingend führen lässt.

Auch methodisch wurde mit dem Generationswechsel vieles anders: Klare, präzise Thesen, stringente Herleitungen und bohrende Fragen traten an die Stelle von vermeintlichen Selbstverständlichkeiten und Plausibilitätsurteilen, und der Aspekt der Praxisrelevanz, der für die ältere BWL konstitutiv gewesen war, hatte keine Bedeutung mehr. Plötzlich galten nur noch wissenschaftsinterne Qualitätsmaßstäbe für die Forschung und - zu unserem Glück - auch für die Lehre. Wie es die Frankfurter Studenten erlebt haben, waren die damals jungen Hochschullehrer geradezu versessen darauf, intellektuell strikt und kritisch zu sein.<sup>10</sup>

Doch genau deshalb nahm die Diskussion über die Investitionstheorie recht schnell eine eigentümliche Wendung. Man erkannte völlig zu Recht, dass auch die Kapitalwertmethode auf einer impliziten Annahme beruhte: der Annahme, es gäbe einen vollkommenen Kapitalmarkt. Diese Annahme wurde schnell zum Gegenstand der Kritik. Deren Kern war die Behauptung, einen vollkommenen Kapitalmarkt könnte es gar nicht geben. Diese Vermutung wurde, wenn ich mich recht erinnere, als so evident angesehen, dass sie kaum

---

<sup>9</sup> Etwas später kamen noch Wolfram Engels und Helmut Laux hinzu.

<sup>10</sup> Das mag durchaus auch ein Reflex des Zeitgeistes der späten 1960er-Jahre gewesen sein.

diskutiert und nie wirklich begründet, geschweige denn überprüft wurde. Vermutlich galt sie deshalb als evident richtig, weil es in der Realität in der Tat unterschiedliche Finanzierungsbedingungen gibt.

Aus der Kritik erwachsen vielfältige Versuche, diese Annahme zu vermeiden und sie durch realistischere zu ersetzen.<sup>11</sup> Diesem Bemühen kam besonders eine Idee des Amerikaners Joel Dean entgegen. Er hatte schon 1951 vorgeschlagen, über Investitions- und Finanzierungsvorhaben simultan zu entscheiden. Dafür wären die Investitionsprojekte einer Unternehmung nach fallenden internen Zinsfüßen und die Finanzierungsmöglichkeiten nach steigenden Kapitalkosten - auch gemessen an deren internen Zinsfüßen - anzuordnen und die beiden Kurven in einer Tabelle oder Grafik gegenüberzustellen.

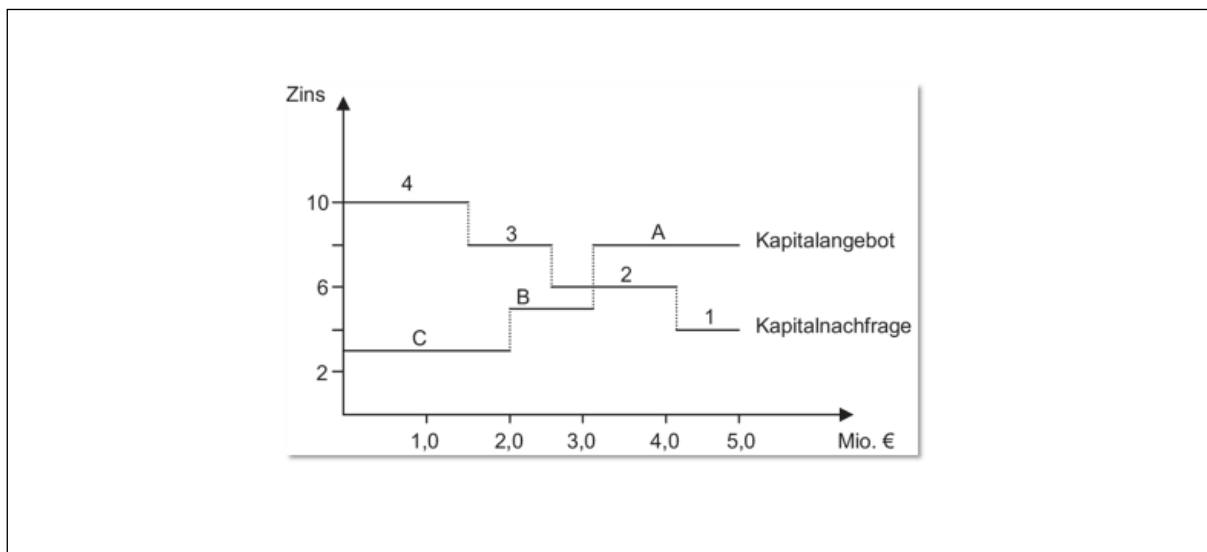


Abb. 2: Das Dean-Modell der Simultanplanung

Der Schnittpunkt der beiden Kurven lässt unmittelbar erkennen, welche Investitions- und Finanzierungsprojekte vorteilhaft sind. Dafür braucht man keine Kapitalwertberechnungen und somit auch keinen Kalkulationszinsfuß. Der Schnittpunkt zeigt aber auch, welcher der richtige, sich endogen ergebende Kalkulationszinsfuß wäre - nur kennt man ihn erst dann, wenn man ihn nicht mehr braucht.

Dieses Dean'sche Modell (1951)[5] erfreute sich lange größter Beliebtheit in den deutschen Hörsälen, und selbst in neuesten Lehrbüchern findet man es noch heute. Dabei ist es voller konzeptioneller Schwächen. Die

---

<sup>11</sup> Dieter Schneider (u.a. 1970)[53] argumentierte mit „Ergänzungsinvestitionen“ und Adolf Moxter (1965)[39] mit der Idee eines vollständigen Finanzplans, der sich im Prinzip über alle zukünftigen Zeitperioden erstrecken sollte.

wichtigste ist, dass es entgegen dem ersten Anschein ein Einperiodenmodell ist. Diesem Mangel konnte aber abgeholfen werden, woraus in den deutschen betriebswirtschaftlichen Zeitschriften eine umfangreiche Diskussion über die Möglichkeit einer mehrperiodischen Simultanplanung von Investitionen und Finanzierungen mit Hilfe der Linearen Programmierung entstand.<sup>12</sup> Deren Hauptergebnis ist dasselbe wie bei Dean: Aus der Interpretation der Dualvariablen, die den Liquiditätsbeschränkungen der einzelnen Perioden entsprechen, ergeben sich endogen die richtigen Diskontierungssätze, mit denen sich fehlerfrei Kapitalwerte berechnen ließen. Doch wieder gilt: Man kennt sie genau dann, wenn man sie nicht mehr braucht.

Die Popularität der Simultanplanung in Deutschland ist wohl mit einer bewussten Abkehr von dem Denkstil der ersten Nachkriegsgeneration deutscher Betriebswirte zu erklären. Sachlich gerechtfertigt ist sie nicht, denn sie ist konzeptionell verfehlt: Alle Simultanplanungsansätze, einfache ebenso wie mathematisch anspruchsvolle, basieren auf der Annahmenkombination, es gäbe sichere Erwartungen und einen unvollkommenen Kapitalmarkt. Die Annahme sicherer Erwartungen war wohl dem Wunsch nach Vereinfachung geschuldet, die der Unvollkommenheit des Kapitalmarktes galt hingegen als „offensichtlich realistisch“. Doch das ist sie gerade nicht, denn weil es in der Realität keine sicheren Erwartungen gibt, gibt es natürlich auch keinen Kapitalmarkt bei Sicherheit, dem man ansehen könnte, ob er vollkommen oder unvollkommen ist.

Diese Annahmenkombination führt in eine gedankliche Sackgasse. Martin Weingartner (1997)[69], der in den USA die ersten Simultanplanungsmodelle auf LP-Basis entwickelt hatte, die dort aber auf wenig Resonanz stießen, hat sich wenig später genau wegen der Unfruchtbarkeit dieser Annahmenkombination von seinen eigenen Arbeiten distanziert.<sup>13</sup> Vermutlich auch deshalb trat in den USA und auch international an die Stelle der Annahmenkombination von Sicherheit und unvollkommenem Kapitalmarkt die entgegengesetzte: Es gibt einen vollkommenen Kapitalmarkt, und dies auch bei Unsicherheit der Erwartungen.

## 2.4 Merkmale der modernen Theorie und ihrer Rezeption in Deutschland

Man kann den Beginn einer theoretisch zu nennenden Beschäftigung mit Finanzthemen auf den Anfang der 1960er Jahre datieren. Theoretisch bedeutet in diesem Zusammenhang nicht nur, dass präzise Aussagen und

---

<sup>12</sup> Geprägt wurde diese Diskussion vor allem durch die Arbeiten von Herbert Hax, dem Sohn von Karl Hax, und seinen Schülern Franke und Laux. Vgl. u.a. Hax (1964)[20], Franke und Laux (1968)[12] und zusammenfassend Hax (1970)[21].

<sup>13</sup> Ähnlich auch Krahen (1993)[28].

stringente Argumentationen an Bedeutung gewannen, sondern dass dafür Modelle auf der Basis von miteinander kompatiblen Annahmen<sup>14</sup> konstruiert wurden.

Methodische Stringenz, unterstelltes Rationalverhalten aller Akteure und ein ausgeprägt individualistischer Denkansatz sind die gemeinsamen Merkmale der beiden Richtungen der modernen Finanztheorie,<sup>15</sup> die sich, wie eingangs erläutert, grundlegend unterscheiden. Die ältere der beiden ist die kapitalmarktorientierte oder neoklassische Richtung, die andere die institutionenorientierte oder neoinstitutionalistische Richtung. Der grundlegende Unterschied zwischen ihnen betrifft die Annahmen über die Beschaffenheit des Kapitalmarktes und die Vollständigkeit von Verträgen. Abbildung 3 illustriert diese Gegenüberstellung.

	<b>Kapitalmarktorientierte Theorie</b>	<b>Institutionenorientierte Theorie</b>
<b>Kapitalmarkt</b>	Vollkommen & vollständig	Unvollkommen
<b>Verträge</b>	Perfekt & vollständig	Unvollständig

Abb. 3: Zwei Richtungen/Betrachtungsweisen der "modernen" Finanztheorie:

---

<sup>14</sup> Kompatibilität der Annahmen ist eine Bedingung für die Fruchtbarkeit eines Modells oder einer Theorie. Friedmans ansonsten durchaus angreifbarer „The Methodology of Positive Economics“ (1953)[13] folgend kann man die Auffassung vertreten, dass die Kompatibilität aller Annahmen wichtiger ist als der ohnehin kaum zu beurteilende Realismus der einzelnen Annahmen.

<sup>15</sup> Im deutschen Sprachraum wären sie als dritte und vierte Phase einzuordnen.

## 2.5 Die kapitalmarktorientierte Investitions- und Finanzierungstheorie

### 2.5.1 Die Entwicklung der Theorie in fünf Schritten

Die kapitalmarktorientierte Finanztheorie bildet auch heute noch international wie auch in Deutschland den Schwerpunkt in der finanzbezogenen akademischen Lehre. Das erlaubt es mir, mich bei ihrer Kennzeichnung kurz zu fassen. Die grundlegenden, die gesamte Theorierichtung prägenden Annahmen sind die der Vollkommenheit und Vollständigkeit des Kapitalmarktes und die der vollkommenen Verträge. Von einem vollkommenen Kapitalmarkt spricht man, wenn die Preise für Finanzströme und diese Ströme betreffende Finanztitel für alle Marktteilnehmer gegeben und identisch sind, ganz gleich, ob sie sicher oder unsicher sind und welche zeitliche Struktur sie aufweisen. Zudem wird angenommen, dass der Kapitalmarkt im Gleichgewicht ist. Vollständig nennt man einen Kapitalmarkt, auf dem alle denkbaren Finanzströme gekauft und verkauft werden können. Von vollständigen Verträgen spricht man, wenn alle an Finanzbeziehungen Beteiligten alles, was es jemals in der Zukunft noch zu regeln geben könnte, vorweg in bindenden und kostenlos aufzustellenden und später auch kostenlos durchzusetzenden Verträgen vereinbaren können. Man kann die kapitalmarktorientierte Finanztheorie wegen der Bedeutung dieser Annahmen auch als die Explikation dessen kennzeichnen, was in diesen beiden Annahmen implizit steckt.

Die kapitalmarktorientierte Finanzierungstheorie erzählt in verschiedenen Kapiteln immer die gleiche Geschichte: Gibt es keinen vollkommenen Kapitalmarkt oder ist der Kapitalmarkt nicht im Gleichgewicht, kann es zu Interessenkonflikten zwischen den verschiedenen Eigentümern einer Unternehmung kommen und die Unternehmensleitung hat keinen Maßstab, an dem sie sich bei ihren Entscheidungen ausrichten kann. Gibt es hingegen einen solchen Markt, lösen sich die Konflikte auf und es gibt ein gemeinsames Interesse aller Eigentümer und damit einen Maßstab für das Handeln der Unternehmensleitung.<sup>16</sup> Diese gemeinsame Geschichte lässt sich in unterschiedlichen Varianten, sozusagen in mehreren Kapiteln erzählen. Dabei wird von Kapitel zu Kapitel das Risiko immer stärker und differenzierter erfasst.

Das erste Kapitel enthält das Separationstheorem von Irving Fisher<sup>17</sup>: Wenn und nur wenn es einen vollkommenen Kapitalmarkt gibt und dieser im Gleichgewicht ist, können die Investitionsentscheidungen einer

---

<sup>16</sup> Die Finanztheorie bei vollkommenen Märkten enthält damit auch den Kern einer ökonomischen Organisationstheorie, eine Einsicht, die vor allem die Arbeiten von Helmut Laux geprägt hat.

<sup>17</sup> Die Idee findet sich schon in den beiden schwer verständlichen Büchern von Fisher von 1906[9] und 1930[10]. Was Fisher wohl gemeint haben dürfte, hat Hirshleifer (1958)[26] der Fachöffentlichkeit erschlossen. Heute wird Fishers Separationstheorem in den meisten Lehrbüchern so dargestellt wie in Fama und Miller (1972)[8] oder den frühen Auflagen des Lehrbuchs von Brealey und Myers (1981)[3].

Unternehmensleitung unabhängig von den letztlich maßgeblichen persönlichen Konsumentscheidungen der Eigentümer, der Aktionäre, getroffen werden. Dies liegt im gemeinsamen Interesse aller Aktionäre, obwohl diese unterschiedliche Präferenzen haben können. Das Management hat dann auch einen eindeutigen Maßstab für seine Entscheidungen und eine Zielvorgabe: den Marktwert des Eigenkapitals und die Maximierung des „Shareholder Value“ als das aus den Interessen der Eigentümer abgeleitete Ziel.

Die Investitionstheorie, das zweite Kapitel der Geschichte, ist inhaltlich nur eine Verallgemeinerung des Fisher–Theorems auf mehrere Zeitperioden. Das Fisher–Theorem und die Marktwertregel sowie alle wichtigen Aussagen der Investitionstheorie lassen sich unter der Annahme sicherer Erwartungen herleiten. Doch diese Annahme ist nicht notwendig, sie stellt nur eine Vereinfachung dar. Solange man sichere Erwartungen unterstellt, kann man sich alle Finanzierungen als Kredite einer idealen, kostenlos arbeitenden Bank vorstellen. Das ist allerdings zu einfach, wenn man die Kapitalkosten, an denen die Ertragsaussichten der Investitionen zu messen sind, genauer verstehen möchte. Also ist die Unsicherheit in den Modellen zu erfassen, doch dies sollte so einfach wie möglich geschehen. Schon die Unterscheidung zwischen Eigen– und Fremdkapital ist ein Reflex der Unsicherheit.

Als erster Schritt in Richtung einer substanziellen Behandlung von Finanzierungsaspekten sind im dritten Kapitel die Eigenkapitalkosten einer Unternehmung zu bestimmen. Die Eigenkapitalkosten einer Unternehmung sind die Opportunitätskosten der Unternehmenseigner. Es liegt nahe zu vermuten, dass verschiedene Eigentümer eines Unternehmens unterschiedlich hohe Opportunitätskosten haben. Im Anschluss an Myron Gordon (1962)[14] lässt sich jedoch zeigen, dass dann, wenn es einen vollkommenen Kapitalmarkt im Gleichgewicht gibt, die Opportunitätskosten aller Aktionäre gleich sind. Sie entsprechen dem Diskontierungssatz, bei dessen Anwendung der Kurs einer Aktie gleich dem Barwert aller zukünftigen Dividenden ist, die einem Aktionär zufließen. Dieser „vom Markt geforderte“ Ertragssatz ist nämlich im Gleichgewicht immer auch die Rendite, die ein Aktionär erwarten kann, wenn er eine Aktie kauft oder hält.

Fast alle Unternehmen verwenden zugleich Eigen– und Fremdkapital. Deshalb geht es im vierten Kapitel der Geschichte um die Kapitalkosten bei gemischter Finanzierung und damit um die Frage, ob es eine optimale Kapitalstruktur gibt. In dieser Diskussion wird das Risiko differenzierter erfasst. Dazu werden zwei Arten von Risiko unterschieden und in die Betrachtung einbezogen: das finanzierungsunabhängige „Geschäftsrisiko“ und das aus der Verschuldung resultierende „Finanzierungsrisiko“.

Vor der Veröffentlichung des maßgeblichen Aufsatzes von Modigliani und Miller (MM) aus dem Jahr 1958[38] herrschte die Ansicht vor, dass es eine optimale Kapitalstruktur gibt. Die Vertreter dieser so genannten traditionellen These gründeten ihre Vermutung auf die plausible Annahme, dass Aktionäre Risiken unterschiedlich wahrnehmen und bewerten. MM haben aber zeigen können, dass dies nur dann dazu führt,

dass es eine optimale Kapitalstruktur gibt, wenn der Kapitalmarkt unvollkommen oder nicht im Gleichgewicht ist.

MM haben auf verschiedenen Wegen ihre These von der Irrelevanz der Kapitalstruktur für den Gesamtwert und die Kapitalkosten einer Unternehmung zu beweisen versucht. Alle diese Beweise setzen voraus, dass es mindestens zwei Unternehmen in „derselben Risikoklasse“ gibt. Aber was heißt das? Streng interpretiert bedeutet „gleiche Risikoklasse“, dass die Bruttoerträge der Unternehmen vollkommen korreliert sind. Diese Annahme ist überaus restriktiv, und daraus erwuchs das Interesse, sie zu vermeiden.

Dies ist mit dem so genannten Capital Asset Pricing Model gelungen, dem fünften und letzten hier erfassten Kapitel in der Geschichte<sup>18</sup> bildet. Auf Markowitz und Tobin aufbauend, haben William Sharpe (1964)[55] und John Lintner (1965)[35], zeitgleich und unabhängig voneinander, die so genannte Kapitalmarkttheorie entwickelt. Ihr Kern ist das Capital Asset Pricing Model. Es zeigt, wie am Kapitalmarkt das Risiko einer Geldanlage - und damit auch das eines Investitionsprojekts - korrekt gemessen wird und wie hoch im Gleichgewicht ihr zu erwartende Ertrag ist. Dies erlaubt es, die für die Anwendung der investitionsrechnerischen Verfahren erforderlichen risikoabhängigen Diskontierungssätze und damit auch die Eigenkapitalkosten einer Unternehmung herzuleiten und die Irrelevanzthese von MM ohne die problematische Annahme zu bestätigen, dass es mehrere Unternehmen gibt, deren Erträge vollkommen korreliert sind. Im CAPM wird noch einmal das Risiko wesentlich differenzierter berücksichtigt als bei Gordon und MM.

In allen fünf Kapiteln der Geschichte der kapitalmarktorientierten Finanztheorie wird die Annahme beibehalten, dass es einen vollkommenen Kapitalmarkt im Gleichgewicht gibt. Diese Annahme wird von Kapitel zu Kapitel mit einer immer differenzierteren und damit auch immer realitätsnäheren Berücksichtigung des Risikos kombiniert. Jedes Kapitel vertieft und verallgemeinert die Kernaussagen des jeweils vorherigen Kapitels. Gemeinsam ergeben die fünf Kapitel somit eine in sich geschlossene und konsistente Geschichte. Dies erlaubt es, von einer gemeinsamen Betrachtungsweise der zu erfassenden Realität zu sprechen.

Die Hauptergebnisse der kapitalmarktorientierten Finanztheorie lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Es gibt sehr gut begründete und auch operationale Regeln zur Bewertung von Finanztiteln und einzelnen Investitionsprojekten.

---

<sup>18</sup> Man könnte ein sechstes Kapitel einfügen, in dem alle Aussagen im Rahmen der Theorie der Optionsbewertung reformuliert werden und Risiko noch einmal in komplexerer Weise berücksichtigt wird. Dies geschieht hier nur aus Raumgründen nicht.

Vermeintlich eng zusammenhängende und deshalb vermeintlich nur simultan zu lösende Entscheidungsprobleme lassen sich in handhabbare, einzeln lösbare Teilprobleme zerlegen, ohne dabei einen Fehler zu machen. Dies gilt namentlich für die Bewertung von Investitionsprojekten.

Eigentliche Finanzierungsprobleme gibt es nicht, denn wie man als Generalisierung der MM-Thesen zeigen kann<sup>19</sup>, ist die gesamte Finanzierung bei strikter Geltung der Modellannahmen für den Unternehmenswert und die Wohlfahrt der Unternehmenseigner irrelevant.

Natürlich gibt es die Notwendigkeit, Investitionen zu finanzieren, und dabei auch das so genannte finanzielle Gleichgewicht der Unternehmen zu sichern. Aber bei vollkommenen Kapitalmärkten stellt die Liquiditätssicherung kein wirkliches Problem dar.

Damit gibt es auch keinen Grund, warum man sich in Forschung und Lehre mehr als nur informationshalber mit Finanzierungsmöglichkeiten, Finanzierungsquellen und Finanzierungsformen jenseits der drei Grundformen von Eigenkapital, Fremdkapital und Derivaten befassen sollte.<sup>20</sup>

Wer sich zum ersten Mal mit der kapitalmarktorientierten Finanztheorie vertraut macht, lernt mit ihr eine andere Sichtweise kennen als die der vorhergehenden Phase bzw. Phasen. Die Anerkennung der unzweifelhaften Tatsache, dass es einen Kapitalmarkt gibt, und die eventuell fraglichen Annahmen, dass der Kapitalmarkt vollkommen und vollständig ist und sich im Gleichgewicht befindet, verändern die Sicht auf die Finanzwelt grundlegend.

Es ist ein Ergebnis der Theorie, dass es jenseits der Bewertung aller möglichen Assets und der in einer Welt vollkommener Finanzmärkte eher trivialen Sicherung der Zahlungsfähigkeit „eigentlich“ keine Probleme des Finanzmanagements gibt und dass die vielfältigen Institutionen der Finanzwelt nicht wichtig sind. Aber stimmt das überhaupt? Plausibel ist es nicht. Finanzvorstände großer Unternehmen werden vielleicht deshalb besser entlohnt als andere Spitzenkräfte, weil sie schwierigere Aufgaben zu lösen haben; und komplexe Finanzverträge und Banken gibt es seit Jahrhunderten, weil sie ökonomisch sinnvolle Funktionen erfüllen. Man kann es auch als eine Schwäche der kapitalmarktorientierten Finanztheorie ansehen, dass sie nicht erfassen kann, dass das Finanzmanagement vielleicht doch nicht trivial ist und dass es die in der Realität beobachtbare Vielfalt finanzwirtschaftlicher Institutionen aus guten Gründen gibt.

---

<sup>19</sup> Solche Verallgemeinerungen und Synopsen findet man u.a. bei Rubinstein (1973)[46] und Stiglitz (1974)[60].

<sup>20</sup> Und mehr noch: Jede intensivere Behandlung dieser Themen verbietet sich geradezu, weil anzuerkennen, dass es vielfältige und komplexe Finanzinstrumente und Finanzinstitutionen gibt, eine Verletzung der Grundannahmen vollkommener Kapitalmärkte und vollkommener Verträge darstellen würde.



## 2.5.2. Die Rezeption in Deutschland

Den deutschen Fachvertretern ist es nicht leichtgefallen, sich mit der kapitalmarktorientierten Finanztheorie und der mit ihr verbundenen Betrachtungsweise anzufreunden. Natürlich wurden Teile der Theorie schnell aus der amerikanischen Literatur übernommen. Heute findet man nahezu die gesamte kapitalmarktorientierte Finanztheorie in den meisten deutschen Finanzlehrbüchern. Dabei sind drei Formen der Rezeption zu unterscheiden.

Die früheste Form lässt sich unter das Motto „Na ja, ganz so einfach ist das doch alles nicht“ stellen. Das war die erste Rezeption durch Wissenschaftler, die selbst viel zur Finanztheorie beigetragen haben. Exemplarisch ist eine Auseinandersetzung von Moxter (1970)[41] mit den Thesen von Modigliani und Miller zur Irrelevanz der Kapitalstruktur. Moxter störte sich vor allem an der von MM getroffenen und für ihre Argumentation sehr wichtigen Annahme, private Verschuldung würde zu gleichwertigen risikobehafteten Zahlungsströmen führen wie die Verschuldung von Unternehmen. Dahinter steckten auf der sachlichen Ebene ein Unbehagen gegenüber der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes und auf der methodischen Ebene Bedenken gegenüber der Vorstellung, man dürfte so freizügig, wie es MM täte, mit vermeintlich unrealistischen Annahmen operieren. Auch in den sehr profunden und didaktisch exzellenten Auseinandersetzungen von Dieter Schneider (1970)[53] mit der kapitalmarktorientierten Finanztheorie klingen diese Vorbehalte an. Für ihn sind vor allem die entscheidungstheoretischen Grundlagen der kapitalmarktorientierten Finanztheorie fragwürdig.

Die zweite in vielen Lehrbüchern zu findende Form der Rezeption folgt der Devise „Da gibt es dann noch etwas, was unsere Leser und Studenten kennen sollten“. Diese Art der Rezeption drückt sich im Aufbau von Lehrbüchern aus, in denen erst institutionelle Grundlagen im Stil der älteren Finanzwirtschaftslehre und dann die Investitionstheorie bei Sicherheit einschließlich des Dean-Modells präsentiert werden und schließlich ergänzend und mit einer angedeuteten Distanzierung auf „neuere Ansätze“ eingegangen wird.

Am interessantesten ist die Rezeption in sehr guten deutschen Finanzlehrbüchern von theoretisch engagierten (seinerzeit) jüngeren Autoren. Sie stufen die Elemente der kapitalmarktorientierten Finanztheorie ausdrücklich oder durch die Art ihrer Darstellung als sehr wichtig ein, akzeptieren auch rigide Annahmen und stehen dem marktorientierten Denken nahe.<sup>21</sup> Was an diesen Texten verwundert, ist allerdings die Verknüpfung dessen, was die Autoren ihren Lesern bieten: Da findet man ein Kapitel über Kapitalstruktur, eines über Portfolio Selection, eines zur Investitionsrechnung und so weiter, ohne dass den Lesern vermittelt wird, welcher Zusammenhang zwischen den Themen besteht und warum welches Kapitel auf welches andere folgt. Dass sie

---

<sup>21</sup> Beispiele sind die Lehrtexte von Günter Franke und Herbert Hax (1988)[11] und Klaus Spremann (2010)[58].

Glieder einer gedanklichen Kette sind, deren Abfolge gerade nicht beliebig ist, bleibt unerwähnt, obwohl ich sicher bin, dass es den Autoren bewusst ist. Insofern ist ihre Rezeption auch nur partiell.

## 2.6 Die institutionenorientierte Finanzierungstheorie

### 2.6.1 Entstehung, Hintergründe und Richtungen

Ähnliche Bedenken wie die gegenüber der generellen Irrelevanzthese der kapitalmarktorientierten Finanztheorie hat es auch in der Mikroökonomie gegeben und dort Gegenbewegungen gegen das vorherrschende Paradigma ausgelöst, das in seiner radikalsten Form in dem Arrow-Debreu-Modell des Allgemeinen Gleichgewichts geradezu kodifiziert ist. Auch in dieser Theorie gibt es de facto keine komplexen Institutionen und es wäre darin für sie auch kein Platz. Die 1991 mit einem Nobelpreis geehrte Theorie der „Firma“ von Coase aus dem Jahre 1937[4] ist eine frühe Manifestation dieses Unbehagens.

Um 1970 herum entstanden fast gleichzeitig an verschiedenen Forschungszentren neue Ideen, die diese Lücke der Theorie herausstellten und kritisierten und sie zu füllen versuchten, ohne sich damit völlig aus dem „Mainstream“ der ökonomischen Diskussion heraus zu begeben. Zu nennen sind hier die ökonomische Analyse des Rechts, der Property Rights-Ansatz, die Transaktionskostentheorie von Williamson, die Agency-Theorie in ihren beiden Formen des eher pragmatischen Agency Cost Approach nach Jensen und Meckling (1976)[27] und der formaleren Economic Theory of Agency nach Ross (1973)[44] und die von Akerlof, Spence und vor allem Stiglitz geprägte Richtung der Economics of Information.<sup>22</sup>

Die genannten Ansätze unterschieden sich inhaltlich und methodisch in vielen Hinsichten, dies aber wohl weniger, als es ihre jeweiligen Protagonisten gesehen haben mögen.<sup>23</sup> Allen gemeinsam ist die Überzeugung, dass Institutionen wichtig sind und in der ökonomischen Theorie nicht durch Annahmen und Theoriestrukturen systematisch ausgeblendet werden dürften. Eine Neubelebung der ökonomischen Forschung, die institutionelle Fragen thematisieren will, dürfe sich nicht auf Deskription, Plausibilitätsurteile und Plädoyers beschränken und müsse in demselben strengen Sinne Theorie sein wie die vorherrschende neoklassische Theorie.

---

<sup>22</sup> Grundlegend und richtungsweisend sind die drei aufeinander aufbauenden Arbeiten von Akerlof (1970)[1], Spence (1973)[57] und Rothschild und Stiglitz (1976)[45]. Einen Überblick über die vielen einschlägigen Arbeiten von Stiglitz bietet seine 2002[61] veröffentlichte Rede, die er anlässlich der Verleihung des Nobelpreises gehalten hat.

<sup>23</sup> Vielleicht ging es ihnen bei der jeweiligen Etikettierung auch um wissenschaftliches Marketing.

Als eine Sammlung von Außenseiterpositionen gestartet hat die neue Institutionenökonomik einen unvergleichlichen Siegeszug angetreten.<sup>24</sup> Die Wirtschaftsnobelpreise für fast jeden der führenden Vertreter dieser Forschungsrichtung stützen die Berechtigung dieser Einschätzung. NIE-Ideen und -Thesen haben nahezu jedes Teilgebiet der Wirtschaftswissenschaft beeinflusst und zu grundlegenden Veränderungen herkömmlicher Ansichten geführt.

Das Gemeinsame des neuen Denkansatzes lässt sich kurz so zusammenfassen: Ökonomische Beziehungen, die man alternativ als Austausch- oder Kooperationsbeziehungen verstehen kann, sind oft durch eine ungleiche oder asymmetrische Informationsverteilung gekennzeichnet. Das bedeutet, dass einige Beteiligte besser und andere schlechter informiert sind. Dies hat Konsequenzen: Die besser Informierten versuchen ihren Informationsvorteil auch auf Kosten ihrer möglichen Tausch- oder Kooperationspartner auszunutzen („moral hazard“); und die schlechter Informierten wissen dies oder ahnen es zumindest und versuchen, sich davor zu schützen, zum Beispiel indem sie sich nicht auf den Tausch oder die Kooperation einlassen („adverse selection“). Die Folge davon ist, dass Transaktionen nicht zustande kommen, die in einer „neoklassischen Modellwelt“ mit gleichverteilten (symmetrischen) Informationen möglich und vorteilhaft wären. Es kommt zu Transaktionskosten, Agency-Kosten oder Marktversagen.

Institutionen aller Art beeinflussen die Handlungsfolgen und die Handlungsmöglichkeiten der Akteure und damit auch ihr Handeln und dessen Konsequenzen. Die gemeinsame methodische Grundidee aller neoinstitutionalistischen Ansätze besteht in der Unterstellung, dass Institutionen als das Ergebnis des Versuchs gedeutet werden können, die negativen Folgen von Informations- und Anreizproblemen zu verringern. So sind Institutionen in ihrer Existenz und Ausgestaltung zu verstehen und zu deuten, zu beurteilen und möglicherweise auch zu gestalten. Aus dieser Funktionsbestimmung von Institutionen erklärt sich auch der Sammelbegriff „neoinstitutionalistische Ansätze“.<sup>25</sup>

Mit der Berücksichtigung von ungleich oder asymmetrisch verteilten Informationen und deren Auswirkungen geht die neue Theorie einen wesentlichen Schritt über die Berücksichtigung von Unsicherheit in den am weitesten entwickelten Ansätzen der neoklassischen Theorie hinaus. Heterogene Erwartungen, bei denen jeder

---

<sup>24</sup> Vgl. auch das Vorwort von Ménard und Shirley (2008)[37]. Dort heißt es treffend „The New Institutional Economics has skyrocketed over the past three decades“.

<sup>25</sup> Dieser Sammelname für die verschiedenen Ausprägungen, der sich inzwischen allgemein durchgesetzt hat, ist von Rudolf Richter und Eirik Furubotn geprägt worden. Richter und Furubotn haben in den 1970er und 1980er Jahren jedes Jahr im Saarland eine „NIE-Tagung“ veranstaltet, bei der nahezu jeder relevante amerikanische Forscher als Teilnehmer mehrere Male anwesend war und seine Thesen vorgetragen hat. Von Richter und Furubotn gibt es auch ein einflussreiches Lehrbuch in einer deutschen und einer englischen Ausgabe (1996 bzw. 1997)[43]. Die Tagungen und das Lehrbuch haben wesentlich zur Konvergenz der anfänglich sehr disparaten Richtungen der NIE und damit zur Akzeptanz des neuen Ansatzes beigetragen.

Marktteilnehmer jeweils seine eigenen Erwartungen für zutreffender hält als die seiner möglichen Vertragspartner, waren in der Modellwelt der allgemeinen Gleichgewichtstheorie nach Arrow und Debreu und in entsprechenden finanztheoretischen Modellansätzen<sup>26</sup> schon lange erfassbar gewesen. Das betrifft aber nur Fälle von Erwartungsunterschieden, die auf ungleicher, aber symmetrisch verteilter Information beruhen, d.h. Fälle, in denen jeder Akteur seine eigenen Erwartungen für zutreffend hält, auch wenn er weiß, das mögliche Tausch- oder Kooperationspartner andere Erwartungen haben. Bei Informationsasymmetrie ist das anders: Wer sich für schlechter informiert hält als sein möglicher Tausch- oder Kooperationspartner, würde gern dessen Erwartungen übernehmen, wenn er sie nur erfahren könnte. Damit gehen die NIE-Ansätze hinsichtlich der Erfassung von Risiko auch einen wichtigen Schritt weiter als die Teile der Finanztheorie, die Risiken am differenziertesten erfasst hatten.

Eine Folge von asymmetrischer Informationsverteilung ist, dass Verträge so gut wie nie vollständig im oben erläuterten Sinne sein können. Außerdem führt sie in vielen Fällen zu Unvollkommenheiten von Märkten, was unten für den wichtigen Fall des Kapitalmarkts erläutert wird

## 2.6.2 Neue Institutionenökonomik und Finanztheorie

Für das Fachgebiet der Finanzen ist der Neoinstitutionalismus besonders wichtig, denn auf Finanzmärkten und in Finanzbeziehungen sind Informationen oft ungleich verteilt und die daraus häufig resultierende Unvollständigkeit von Finanzverträgen schafft vielfältige Gelegenheiten und Anreize, Informationsvorteile auszunutzen.

Man kann die Auswirkungen von Informations- und Anreizproblemen gut am Beispiel der Fremdfinanzierung erkennen. In der Regel sind Kreditnehmer besser als mögliche Kreditgeber darüber informiert, welches Risiko mit den für die Kreditnehmer in Betracht kommenden Investitionsmöglichkeiten (oder Unternehmensstrategien) verbunden sind. Und ist erst einmal ein Kreditvertrag abgeschlossen, der dem Kreditgeber feste, erfolgsunabhängige Zins- und Rückzahlungsansprüche zusichert, ergibt sich für einen von moralischen Skrupeln nicht geplagten Kreditnehmer ein Anreiz, seine Entscheidungen so zu revidieren, wie es - nach dem Vertragsabschluss - in seinem Interesse liegt, auch wenn dies die Interessen eines Kapitalgebers

---

<sup>26</sup> Damit ist außer dem Capital Asset Pricing Model und der Optionspreistheorie auch der so genannte State-Preference-Ansatz angesprochen.

verletzt. Die vielleicht wichtigste, aber nicht die einzige Möglichkeit dafür besteht darin, das Risiko seiner Investitionen bzw. des gesamten Unternehmens zu erhöhen.<sup>27</sup>

Mögliche Kreditgeber können dieses für sie nachteilige Verhalten des Kreditnehmers möglicherweise antizipieren, ohne es verhindern zu können. Dies könnte sie dazu veranlassen, auf eine Kreditvergabe ganz zu verzichten, was offensichtlich auch nicht im Interesse dessen liegt, der einen Kredit nachfragt. Wenn sie erst einmal erkannt ist, schadet die ungleiche Verteilung von Informationen und Handlungsmöglichkeiten somit beiden Seiten, dem möglichen Kreditgeber, weil der Kreditnehmer ihn schädigen könnte, wie auch dem möglichen Kreditnehmer, weil sie zur Folge haben kann, dass er einen benötigten Kredit nicht bekommt. Beide können versuchen, sich vor diesen Nachteilen zu schützen, etwa indem sie Kontrollmöglichkeiten, Kündigungsrechte oder Kreditsicherungsrechte vereinbaren, also Gebrauch von spezifischen finanzwirtschaftlichen Institutionen machen, deren Existenz und Gestaltung damit erfassbar wird.

Besonders wichtig ist im Zusammenhang mit der Fremdfinanzierung folgende auf Stiglitz und Weiss (1981)[62] zurückgehende Überlegung: Eine kreditvergebende Bank muss wegen ihrer Informationsnachteile befürchten, dass es zu Kreditausfällen kommt. Das kann daran liegen, dass einige Kreditnachfrager überdurchschnittlich riskante Projekten finanzieren wollen, die die Bank aber als solche nicht erkennen kann (adverse selection), oder dass Kreditnehmer nach Vertragsabschluss ihrem Anreiz folgen und das Risiko ihrer Projekte erhöhen, was die Bank aus Informationsgründen auch nicht verhindern kann (moral hazard). In einer solchen Situation könnte die Bank erwägen, zum Ausgleich der höheren Kreditrisiken den Kreditzinssatz zu erhöhen. Doch damit würde die Bank nur mehr Kreditnachfrager mit riskanten Projekten anlocken bzw. den Anreiz von Kreditnehmern steigern, zu riskanteren Projekten überzugehen. Damit stiegen die Kosten durch Kreditausfälle aber um mehr, als die Zinserhöhung einbringen würde. Die Bank kann sich in dieser Situation nur dadurch schützen, dass sie Kredite rationiert, d.h. Kreditnehmern nur geringere Kredite anbietet, als diese bekommen wollen, oder einige Kreditanträge rundweg ablehnt.

Kreditrationierung ist in einer Welt mit asymmetrisch verteilter Information als Ergebnis von Marktprozessen endogen. Dies ist konzeptionell extrem wichtig, denn dass es zu Kreditrationierung kommt, bedeutet nichts anderes, als dass der Kapitalmarkt unvollkommen ist, was der wichtigsten und gerade-zu konstitutiven Annahme der kapitalmarktorientierten Finanztheorie grundlegend widerspricht.

---

<sup>27</sup> Vgl. zu weiteren Möglichkeiten von Kreditnehmern, ihre eigene Position zu verbessern, auch wenn dies möglichen Kreditgebern schadet, und damit zu weiteren Gründen, warum eine asymmetrische Informationsverteilung die Fremdfinanzierung erschwert, Schmidt und Terberger (1996)[51], Kap. 12.

Fremdfinanzierung ist somit keineswegs so einfach, wie es in der kapitalmarktorientierten Finanztheorie erscheint. Der Kreditmarkt ist notorisch unvollkommen und genau deshalb spielen auch institutionelle Gegebenheiten eine wichtige Rolle. Aber auch bei der externen Eigenkapitalfinanzierung gibt es Probleme. Sie resultieren vor allem daraus, dass es besser informierte „inside owners“ gibt, die den Wert einer Beteiligung besser einschätzen können als „outside owners“, oder dass Eigentümer–Manager von nicht in die Geschäftsführung eingebundenen Miteigentümern nicht daran gehindert werden können, sich so zu verhalten, wie es in ihrem Interesse liegt und den Interessen der externen Eigentümer widerspricht. Beides sind Gründe, warum es oft schwer ist, externe Kapitalgeber dafür zu gewinnen, Eigenkapital bereitzustellen. Auch hier gibt es institutionelle Merkmale der entsprechenden Finanzierungs– und Rechtsformen der Unternehmen, um diese Probleme zu verringern. Nur lassen sie sich nicht gänzlich beseitigen.

Das Fazit dieser Überlegungen ist eindeutig: Erstens gibt es wirkliche Entscheidungsprobleme im Bereich des Finanzmanagements. Deren Kern besteht darin Wege zu finden, wie die im Prinzip berechtigten Vorbehalte externer Kapitalgeber so überwunden oder wenigstens abgeschwächt werden können, dass die damit verbundenen bewerteten Lasten für alle Beteiligten möglichst gering werden. Das ist keine triviale Aufgabe, denn Kapitalmärkte sind eher unvollkommen - und dies wird nicht etwa deshalb behauptet, weil es evident sei, und auch nicht einfach per Annahme postuliert, sondern aus plausiblen Annahmen über die Informationsverteilung und die Unvollständigkeit von Verträgen hergeleitet. Damit ist Finanzierung auch nicht irrelevant, es gibt vermutlich auch eine optimale Kapitalstruktur<sup>28</sup> und selbstverständlich kann es in einer Welt unvollkommener Märkte auch Liquiditätsprobleme geben, denen Beachtung gebührt. Schließlich zeigt die neuere Theorie, dass finanzielle Institutionen aller Art von enormer praktischer und theoretischer Bedeutung sind. Es genügt nicht, sie zu kennen, man muss auch verstehen, wie sie funktionieren, um sie nutzen und gegebenenfalls fortentwickeln zu können.

### 2.6.3 Eine vorsichtige Bewertung

Die neue institutionenorientierte Finanztheorie eröffnet eine neue Sicht auf Finanzprobleme. Sie hält dazu an, nach möglichen Informations– und Anreizproblemen zu suchen, deren negative Folgen zu identifizieren und zu überlegen, wie diese gemildert werden können. Damit stellt sie nicht eine Fortentwicklung oder gar eine Verfeinerung der kapitalmarktorientierten Finanztheorie dar, sondern reflektiert eine ganz andere Betrachtungsweise. Weil sie im strengen Sinne theoretisch ist, unterscheidet sie sich auch grundlegend von der traditionellen Finanzwirtschaftslehre. Trotzdem gibt es zu dieser inhaltliche Querverbindungen, denn die

---

<sup>28</sup> Sie ist natürlich nicht für alle Unternehmen gleich und auch in jedem Einzelfall schwer zu definieren. Aber sie dürfte derjenigen ähnlich sein, die in der älteren Literatur aus der Zeit vor Modigliani und Miller als mutmaßlich optimal unterstellt worden ist.

Themen der durch die kapitalmarktorientierte Finanztheorie entwerteten traditionellen Finanzwirtschaftslehre werden durch die institutionenorientierte Theorie zu neuem Leben erweckt. Das allein macht sie interessant und wissenschaftlich attraktiv.

Ich habe eingangs behauptet, es wäre nicht angemessen, die Abfolge von drei bzw. vier Phasen der finanzbezogenen Forschung und Lehre als einen Pfad anzusehen, der zu immer besseren Theorien führt. Jeder Übergang von einer Phase zur nächsten bringt ebenso Vorteile wie Nachteile mit sich. Das gilt generell und somit auch für das Verhältnis zwischen der kapitalmarktorientierten und der institutionenorientierten Finanztheorie. Letztere scheint besser zu sein, weil sie nicht die Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes im Gleichgewicht trifft und dadurch die Möglichkeit eröffnet, mehr Phänomene der Realität, eben Institutionen und vermeintliche wirkliche Finanzierungsprobleme, zu erfassen. Aber das kostet einen hohen Preis: Ohne die Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes gelten nicht nur die vielleicht fragwürdigen Irrelevanztheoreme nicht, sondern auch die praktisch so wichtigen Separationstheoreme. Damit sind alle vermeintlich gesicherten Erkenntnisse der kapitalmarktorientierten Finanztheorie willkürliche und allenfalls plausible Setzungen. Beweisbar sind sie nicht. Aber woher soll man dann die Maßstäbe nehmen, mit denen Investitionsprojekte bewertet werden und was ist dann unter den Eigenkapitalkosten eines Unternehmens zu verstehen? Keine der beiden Richtungen der Finanztheorie ist besser als die andere - sie sind einfach nur unterschiedlich geeignet, Antworten auf unterschiedliche Fragen zu geben.

#### 2.6.4 Die Rezeption und Weiterentwicklung in Deutschland

Die erste quasi-offizielle deutsche Reaktion auf die Entstehung der neoinstitutionalistischen Theorie habe ich 1981 auf der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik in Graz erlebt. Die Tagung stand unter dem Thema „Die Information in der Wirtschaft“. Den Eröffnungsvortrag hielt Werner Hildenbrand (1982)[25]. Er galt damals als der führende deutsche Mikroökonom und war erklärtermaßen ein Anhänger der Allgemeinen Gleichgewichtstheorie im Sinne von Arrow und Debreu. Ich war gespannt, was er zu den neuen, später durch einen Nobelpreis gewürdigten Arbeiten von Akerlof, Spence und Stiglitz sagen würde, die man ja durchaus als einen Frontalangriff auf die „neoklassische Orthodoxie“ verstehen kann. Hildenbrand erwähnte diese Arbeiten zwar kurz, aber er hatte nur abfällige Kommentare für sie. Er betrachte sie als eine wissenschaftliche Modeerscheinung, über die die ernsthafte Forschung bald hinweggehen würde. Diesen Eindruck vermittelten auch die deutschen volkswirtschaftlichen Lehrbücher der folgenden Jahre und vermutlich galt das auch für das Gros der Vorlesungen jener Zeit.

Aber das war keineswegs die einzige Reaktion in Deutschland. In verschiedenen kleineren Zirkeln wurde die neue Theorie mit großem Interesse aufgenommen. Den Rahmen dafür bildeten Tagungen wie die schon erwähnten NIE-Tagungen im Saarland. Das waren keine Tagungen des „akademischen Establishments“,

sondern Treffen einer anfangs kleinen und später stetig wachsenden interdisziplinären Gruppe jüngerer Volkswirte, Betriebswirte und Juristen. Nur die Veranstalter dieser Tagungen könnte man als einigermaßen etablierte Fachvertreter ansehen, was den enormen Vorteil hatte, dass sie Tagungsbände herausgegeben haben, die die neuen Ideen weitertrugen und ihnen damit einen Einfluss auf die Entwicklung der jeweiligen Fachdiskussionen verschafften.

So bahnten sich die neuen Ideen immer mehr ihren Weg in den „normalen“ Wissenschaftsbetrieb auch und gerade in der Betriebswirtschaftslehre. In Dissertationen und in Aufsätzen in Fachzeitschriften fanden sich bald innovative deutsche Beiträge einer neoinstitutionalistischen Ausrichtung.<sup>29</sup> Weil deren Autoren bald selbst Professoren wurden, verbreitete sich die neue Denkrichtung in der Betriebswirtschaftslehre, ohne auf nennenswerte Widerstände zu treffen. Heute können die Ideen der institutionenorientierten Theorie in vielen betriebswirtschaftlichen Teilgebieten und insbesondere auf dem Gebiet der Finanzen als weitgehend akzeptiert gelten. Das ist insofern nicht verwunderlich, als finanzwirtschaftliche Institutionen seit jeher ein Kernthema der Finanzierungslehre darstellen und es nur zu begrüßen ist, wenn dieses Thema in einer wissenschaftlich elaborierten Weise behandelt werden kann.

Auch in der finanzbezogenen Lehrbuchliteratur ist der institutionenorientierte Ansatz der Finanztheorie inzwischen weitgehend eingearbeitet. Nur bleibt aus meiner Sicht der Vorbehalt, dass in den meisten Lehrbuchdarstellungen der kategoriale Kontrast zwischen der kapitalmarkt- und der institutionenorientierten Finanztheorie nicht in der gebotenen Klarheit präsentiert wird.

### 3. Das Verhältnis zu Nachbardisziplinen

Die moderne Finanztheorie in ihren beiden Formen der kapitalmarkt- und der institutionenorientierten Richtung hat auch auf andere Teilgebiete der Betriebswirtschaftslehre im deutschen Sprachraum einen starken Einfluss ausgeübt. Zugleich hat die Finanztheorie auch aus betriebswirtschaftlichen Nachbardisziplinen wichtige Impulse aufgenommen. Diese wechselseitigen Einflüsse im Einzelnen nachzuzeichnen würde einen eigenen Beitrag erfordern. Ich beschränke mich deshalb hier auf wenige Anmerkungen.

#### 3.1 Finanzen und Rechnungswesen

Bis zu der Zeit, als das Fach Finanzen die Phase der traditionellen Finanzwirtschaftslehre überwunden hatte, bildete die Bilanztheorie den Schwerpunkt der Diskussionen auf dem Gebiet des Rechnungswesens. Die

---

<sup>29</sup> Als Beispiele seien hier nur die Dissertationen von Ewert (1986)[6] und Hartmann-Wendels (1986)[19] und ein Aufsatz von Rudolph (1982)[47] über die Funktion von Kreditsicherheiten genannt.



Kontroverse zwischen den Anhängern der statischen, der dynamischen und der organischen Bilanzauffassung war meinem Eindruck nach bis in die frühen 1960er-Jahre mehr ein Glaubenskrieg als alles andere. Sie litt vor allem daran, dass die Grundbegriffe wie Gewinn und Vermögen weitgehend ungeklärt waren. Erst die Rezeption der Investitionstheorie in den 1960er-Jahren brachten hier wesentliche Fortschritte. Namentlich Schneiders (1963)[52] Arbeiten zum ökonomischen Gewinn und Moxters (1966)[40] scharfsinnige Kritik an der damals das Bilanzverständnis beherrschenden dynamischen Bilanzlehre belebten die bilanztheoretische Diskussion neu und prägten sie für viele Jahre.

Die Bilanztheorie verlor allerdings bald wieder an Bedeutung, als sich Schneider vor allem der Steuerwirkungslehre und Moxter bilanzrechtlichen Fragen zuwandten, und erst recht, seit die Fachdiskussion von der Anpassung der deutschen Rechnungslegungsnormen an internationale Normen dominiert wird. Doch ganz verschwunden ist der Einfluss des kapitaltheoretischen Denkens nicht. Das derzeit führende Lehrbuch zum externen Rechnungswesen von Wagenhofer und Ewert (2002)[68] belegt dies eindrucksvoll.

Mindestens ebenso so stark - und zudem dauerhafter - ist der Einfluss der Finanztheorie, hier ihrer institutionenorientierten Richtung, auf dem Gebiet des internen Rechnungswesens. Zahllose Forschungsarbeiten deutscher Autoren aus den letzten 20 Jahren behandeln Fragen des internen Rechnungswesens als Probleme der Ausgestaltung von Informations- und Anreizsystemen. Auch hierzu haben Ewert und Wagenhofer (2005)[7] das führende deutschsprachige Lehrbuch „für Fortgeschrittene“ vorgelegt.

### 3.2 Finanzen und Entscheidungstheorie

Die enge Verzahnung von Entscheidungstheorie und Finanzen liegt auf der Hand. Aber die Beziehung hat mehrere Dimensionen oder Aspekte. Man kann die gesamte normative Investitions- und Finanzierungstheorie als Anwendungsfälle der Lehre vom rationalen Entscheiden betrachten. Das gilt ebenso für die elementare Investitionstheorie, in der von Unsicherheit abgesehen wird, wie für die Entscheidungen von Investoren am Kapitalmarkt, also die Lehre von der Portfeuillebildung nach Markowitz.

In der (positiven) Kapitalmarkttheorie nach Sharpe (1964)[55] liefert die Entscheidungstheorie, in der speziellen Form der Theorie der Portfolio Selection, die wichtigste Verhaltensannahme: Alle Akteure verhalten sich so, wie es von Markowitz empfohlen worden ist. In komplexeren Varianten der Kapitalmarkttheorie wird angenommen, Anleger verhielten sich rational im Sinne des Bernoulli-Prinzips. Und natürlich kann jemand, der die Entscheidungstheorie - aus welchem Grund auch immer - als fehlerhaft betrachtet, genau deshalb die Kapitalmarkttheorie als „infiziert“ ansehen und sie deshalb als unfundiert ablehnen.

Diese beiden Beziehungen sind im Grunde nicht kontrovers. Für andere denkbare Beziehungen gilt dies hingegen nicht. Sie betreffen Versuche, die Entscheidungstheorie in der Form des Zwei-Parameter-Ansatzes (oder des My-Sigma-Prinzips) direkt<sup>30</sup> auf die Beurteilung von Investitionsvorhaben anzuwenden.

Die in der Investitionstheorie übliche Annahme sicherer Erwartungen ist eine Vereinfachung, die manche Anwender verständlicherweise stört. Zumindest in der Beratungspraxis ist deshalb immer wieder versucht worden, sie zu vermeiden, etwa indem mit Szenariotechniken Wahrscheinlichkeitsverteilungen von Kapitalwerten oder internen Zinsfüßen generiert werden, auf die dann das My-Sigma-Kriterium angewendet werden könnte. Doch dieser Weg führt zu nichts, weil er die Bedeutung von Kapitalwerten missversteht: Ein Kapitalwert ist eine Bewertungsgröße und keine Zufallsvariable.

Ein denkbarer anderer Weg besteht darin, die mit verschiedenen Investitionsvorhaben verbundenen Zahlungsströme als mehrperiodige Zufallsvariablen zu beschreiben - was nicht einfach, aber möglich ist - und dann anhand von Risiko-Ertrags-Indifferenzkurven das optimale Projekt auszuwählen. Doch auch das geht nicht, denn diese aus der Portfeuilletheorie bekannte - und dort zulässige - Vorgehensweise setzt voraus, dass man Ertrag und Risiko jeweils durch nur eine Zahl kennzeichnen kann. Dies ist aber, außer in Sonderfällen, nicht möglich, weil Investitionen zu Zahlungsströmen oder -reihen führen und deshalb die für verschiedene Zeitpunkte geltenden Ertrags- und Risikokennzahlen in aller Regel unterschiedlich sind.

### 3.3 Finanzen und Organisationstheorie

Organisationsprobleme sind mit Investitions- und Finanzierungsentscheidungen eng verbunden:

1. Bei den meisten Unternehmen gibt es mehrere Eigentümer, und verschiedene Eigentümer unterscheiden sich mindestens hinsichtlich ihrer Zeitpräferenz und ihrer Risikoneigung. An wessen Interessen sollten Unternehmensentscheidungen ausgerichtet werden? Und wie kann man das Ziel definieren, an dem sich Manager orientieren sollen, die im Interesse der Eigentümer handeln wollen?
2. In den meisten Unternehmen gibt es angestellte Manager, von denen man erwartet, dass sie im Interesse der Eigentümer handeln. Aber was bringt die Manager dazu, genau dies zu tun? Auch hier gibt es ein Anreiz- und Organisationsproblem.
3. Es gibt auch Interessen anderer Stakeholder als die der Eigentümer und der Manager, von denen man bei der Diskussion von Finanzproblemen nicht einfach absehen kann.

---

<sup>30</sup> statt über den gedanklichen „Umweg“ über die Portfeuilletheorie und das Capital Asset Pricing Model.

Dies sind Fragen, denen sich die Finanztheorie seit Jahren, ja seit Jahrzehnten widmet.<sup>31</sup> Das Fisher'sche Separationstheorem und die darauf aufbauende Lehre von der Shareholder-Value-Maximierung ist die Standardantwort auf das erste der drei oben genannten Organisationsprobleme und ein Herzstück der kapitalmarktorientierten Finanztheorie. Das zweite Organisationsproblem steht im Zentrum der institutionenorientierten Finanztheorie, insbesondere der Agency-Theorie in ihren oben erwähnten zwei Ausprägungen. Die formale Agency-Theory nach Ross (1973)[44] zeigt, wo die Grenzen von Anreizsystemen für Manager liegen, und die vielfältige zum Agency-Cost Approach zu rechnenden Arbeiten von Jensen und anderen lassen erkennen, welche zumindest approximative Lösungen für das Problem der Managersteuerung es gibt. Auf das dritte Organisationsproblem geht der nächste Abschnitt kurz ein.

Zu den ersten beiden Organisationsproblemen sind auch wesentliche Forschungsbeiträge eines deutschen Betriebswirts zu erwähnen. Helmut Laux, ein ausgewiesener Finanztheoretiker und Inhaber der Organisationsprofessur in Frankfurt, hat den Zusammenhang zwischen Finanzen und Organisation immer betont. Ich betrachte vor allem zwei seiner frühen Arbeiten als sehr wichtige Beiträge zur internationalen Grundlagendiskussion: In Laux (1971)[31] hat er gezeigt, wie die erst Jahre später in der amerikanischen Literatur von Fama, Jensen und anderen ausführlich diskutierten finanziellen Unternehmensziele zusammenhängen und unter welchen Bedingungen sie sich (nicht) widersprechen. Und in Laux (1972)[32] hat er nachgewiesen, dass es kein allgemein wirksames Prämiensystem geben kann. Er hat damit ein Jahr vor dessen vermeintlichem Entdecker Steven Ross (1973)[44] ein zentrales Ergebnis der Agency-Theorie hergeleitet.

### 3.4 Finance und Corporate Governance

Wenn auch nicht eng und für lange Zeit auch nicht offensichtlich, ist Finance mit dem Thema Corporate Governance verbunden. Eine der zentralen Fragen zur Corporate Governance – und die einzige, auf die ich hier eingehen möchte – ist die, welcher Stellenwert den verschiedenen Stakeholdergruppen für Unternehmensentscheidungen zukommt bzw. zukommen sollte. Es liegt nahe, zur Beantwortung auf die Unterscheidung von vier Entwicklungsphasen zurückzugreifen, weil die Art, wie die Themen Finanzen und Corporate Governance verbunden sind, sich zwischen den vier Phasen deutlich unterscheidet.

---

<sup>31</sup> Nur in der zweiten Phase der Entwicklung des Arbeitsgebiets Finanzen wurden Organisationsprobleme völlig ausgeblendet. Finanzthemen wurden als Entscheidungsprobleme eines einzelnen Unternehmers behandelt, der auch der einzige Eigentümer des Unternehmens ist. Ob es den jeweiligen Autoren bewusst war, wie sehr diese selten explizit gemachte Annahme die Anwendbarkeit finanzbezogener Erkenntnisse beschränkt, kann ich aus meiner Erinnerung nicht sagen. Ich vermute: eher nicht.

In der Phase der traditionellen Finanzwirtschaftslehre herrschte noch die Sicht vor, Unternehmen hätten in erster Linie das „Sachziel“ der Leistungserstellung und –verwertung. Diese Sicht legt es nahe, dass Unternehmensleiter Freiheitsspielräume brauchen, auch Entscheidungen zu treffen, die nicht den Interessen der Eigentümer der von ihnen geleiteten Unternehmen entsprechen und dass für die Erreichung des „Sachziels“ die Kooperation verschiedener Stakeholder–Gruppen wertvoll sein kann. Ebenso plausibel erscheint, dass diese Kooperation auch durch eine institutionelle Basis abzusichern ist. Mitbestimmungsrechte der Arbeitnehmer und Bankeneinfluss auf Unternehmen erscheinen somit systemkonform.<sup>32</sup>

In der zweiten Phase wurden alle Organisationsprobleme und damit auch das Thema der Corporate Governance ausgeblendet. Dies betrifft gleichermaßen die möglichen Freiheitsspielräume angestellter Unternehmensleiter wie die Einflussrechte und –möglichkeiten von Mitarbeitern, Banken und anderen auf Unternehmensentscheidungen. Corporate Governance ist in dieser Phase einfach kein Thema.

In der Phase der kapitalmarktorientierten Finanztheorie dominierte auch im deutschsprachigen Schrifttum die von amerikanischen Verhältnissen geprägte Vorstellung, dass nur die Interessen der Aktionäre Unternehmensentscheidungen bestimmen sollten. Zusammen mit der Annahme vollständiger Verträge ließ dies keinen Raum, Fragen der Corporate Governance zu thematisieren bzw. es herrschte die implizite und gleichwohl deutliche Vorstellung vor, dass nur die Eigentümerinteressen eine Rolle spielen.

In der Phase der institutionenorientierten Finanztheorie rückt Corporate Governance ins Zentrum der finanztheoretischen Diskussion. Der Grund dafür sind wieder die grundlegenden Annahmen, hier die unvollkommener Märkte und unvollständiger Verträge, denn sie lassen Raum für ein gewisses Maß an Managerautonomie und für die Möglichkeit anderer Stakeholder als der Eigentümer, Einfluss auf Unternehmensentscheidungen zu nehmen. In der wohl einflussreichsten je publizierten Arbeit über Corporate Governance (Shleifer und Vishny, 1997)[56] werden der Handlungsspielraum von Managern und Einflüsse anderer Stakeholder auf Unternehmensentscheidungen als Missstände und als Quellen von Agency–Kosten behandelt, die durch institutionelle Vorkehrungen möglichst einzuschränken wären. Doch dies ist nicht die einzige mögliche Sicht dieses Zusammenhangs. Die diametral entgegengesetzte Position vertritt Jean Tirole. Seine „Theory of Corporate Finance“ (2006)[67] beginnt mit zwei langen deskriptiven Kapiteln über Finanzierungsformen und über die Corporate Governance–Systeme in verschiedenen Ländern. Im weiteren

---

<sup>32</sup> Karl Hax, dessen Beitrag zur Finanzwirtschaftslehre oben als exemplarisch behandelt wurde, war ein entschiedener Befürworter der Mitbestimmung (vgl. u.a Hax 1969)[24]. Zwischen 1951 und 1974 gehörte er als von den Arbeitnehmervertretern nominiertes Mitglied dem Aufsichtsrat der Mannesmann AG an.

Verlauf seines Buches macht Tirole immer deutlich, warum und unter welchen Bedingungen es gute Gründe dafür gibt, dass nicht nur die Interessen von Eigentümern eine Rolle spielen sollten.

## 4. Schlussbemerkungen

Dieser Beitrag zur Ideengeschichte der Betriebswirtschaftslehre auf dem Gebiet der Unternehmensfinanzierung der letzten 50 Jahren sollte vor allem verdeutlichen, dass die Grundvorstellung, worum es bei Finanzthemen geht und wie die Welt beschaffen ist, in der Unternehmen Investitions- und Finanzierungsentscheidungen treffen, sich mehrfach fundamental verändert hat. Dies betrifft vor allem die Frage, ob es vertretbar oder sogar geboten sei, von der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes auszugehen. Betrachtet wurden vier Entwicklungsphasen des Faches. Die wesentlichen Aussagen aus der ersten Phase, der der traditionellen Finanzwirtschaftslehre, gehen implizit von unvollkommenen und/ oder ungleichgewichtigen (und zudem fragmentierten) Kapitalmärkten aus. In der zweiten Phase wird die implizite Annahme durch eine explizite ersetzt. Für die dritte Phase, die der kapitalmarktorientierten Finanztheorie, ist die Annahme konstitutiv, dass der (nun als integriert gedachte) Kapitalmarkt vollkommen und im Gleichgewicht ist. Die vierte Phase, die der institutionenorientierten Finanztheorie, hebt genau diese Annahme auf und macht damit verstehbar, warum es die in der ersten Phase so stark betonte Vielfalt institutionellen Gegebenheiten überhaupt gibt.

Der Schwerpunkt meiner Ausführungen betrifft die erste Hälfte des betrachteten 50-jährigen Zeitraums. Das ist nicht Ausdruck von Nostalgie oder gar dem Alter des Autors geschuldet. Vielmehr spiegelt es die Wissenschaftsentwicklung wider und entspricht der Schwerpunktsetzung dieses Beitrags. Ich wollte mich auf die die Grundzüge der Ideengeschichte verdeutlichenden Entwicklungen konzentrieren, und grundlegende, strukturelle Änderungen der Theorie hat es vor allem in den Jahren zwischen 1965 und 1985 gegeben. Das waren die Jahre der Grundsatzdiskussionen<sup>33</sup> und der „Revolution in Corporate Finance“, um den Titel einer Sammlung einschlägiger Arbeiten zu zitieren. Deren Herausgeber (Stern und Chew, 1986)[59] haben sich bei ihrer Titelwahl nicht auf Thomas Kuhn (1972)[29] bezogen, obwohl dies durchaus treffend gewesen wäre, denn damals gab es fundamentale Umbrüche, später hingegen nicht mehr.<sup>34</sup> Was danach kam, könnte man mit

---

<sup>33</sup> Internationale und deutsche Beiträge zu dieser Grundsatzdiskussion sind in den von Albach (1975)[2] und Hax/Laux (1975)[22] herausgegebenen Sammelbänden abgedruckt.

<sup>34</sup> Eine Ausnahme bildet nur Tiroles „Theory of Corporate Finance“ (2006)[67]. Es ist Tirole als erstem Autor gelungen, alle Kernthemen des Faches Corporate Finance in einem einheitlichen modelltheoretischen Rahmen abzuhandeln, in dessen Zentrum Informations- und Anreizprobleme stehen. Damit zeigt er zugleich, dass die in den Anfangsjahren der neuen Institutionenökonomik vorherrschende Vielfalt von Denkansätzen und Modellstrukturen, die den Anschein von Willkürlichkeit erweckt haben und als Schwäche des NIE-Ansatzes erscheinen konnte, nicht notwendig ist.

Kuhn als „normal science“ kennzeichnen: Diese umfasst Ausbau, Vertiefung und Verfeinerung der Theorie und eine Hinwendung zur empirischen Forschung. In deren Mittelpunkt steht heute die Frage nach Kausalität bzw. nach der Endogenität beobachtbarer Zusammenhänge, aber eben nichts, was nach einem „Paradigmawechsel“ aussieht.<sup>35</sup>

Betrifft das, was ich behandelt habe, eigentlich die Ideengeschichte der Betriebswirtschaftslehre? In den ersten beiden Phasen durchaus, danach aber nicht mehr. Spätestens seit der Jahrhundertwende haben sich alle konstruktiven Arbeiten deutschsprachiger Autoren von dem deutschen und betriebswirtschaftlichen Diskussionszusammenhang gelöst und sich in den internationalen Diskurs eingeordnet. „Deutsch und betriebswirtschaftlich“ sind allenfalls noch die rezipierenden und kritischen Arbeiten und aus naheliegenden Gründen die Lehrbücher. Diese Internationalisierung der Fachdiskussion ist freilich keine Besonderheit des Teilfachs Finanzen.

Zum Schluss eine persönliche Bemerkung: Das Thema dieses Beitrags ist für mich nicht neu. Ich habe es schon im ersten Kapitel meiner Habilitationsschrift (1979)[48] und leicht umgearbeitet in einem 1983[49] erschienenen Aufsatz behandelt. Als ich gefragt wurde, ob ich ein Kapitel beitragen wollte, habe ich zugesagt und mir dabei vorgenommen, keinen einzigen Blick in meine früheren Arbeiten zu werfen. Daran habe ich mich strikt gehalten. Dass sich die Grundpositionen des hier vorgelegten Textes aber vermutlich nicht so sehr von dem unterscheiden, was ich früher geschrieben haben dürfte, hat einen anderen Grund als meine Einfallslosigkeit: Es hat sich viel weniger verändert, als man damals hätte erwarten können und als sich in anderen Teilen der Betriebswirtschaftslehre verändert hat.

---

<sup>35</sup> Ich habe viele meiner Frankfurter Kollegen gefragt, ob sie in den letzten 20 Jahren grundlegende Veränderungen auf dem Gebiet des Corporate Finance sehen. Keiner von ihnen hat meiner hier ausgedrückten Einschätzung widersprochen.

## Literaturverzeichnis

- [1] Akerlof, G. A. (1970). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, S. 488–500.
- [2] Albach, H., Hrsg. (1975). *Investitionstheorie*. Köln: Kiepenheuer & Witsch.
- [3] Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1981). *Principles of Corporate Finance*. McGraw, 1. Auflage 1981, 8. Auflage mit F. Allen 2006.
- [4] Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, N.S, Vol. 4, S. 386–405.
- [5] Dean, J. (1951). *Capital Budgeting*. New York: Columbia University Press.
- [6] Ewert, R. (1986). *Rechnungslegung, Gläubigerschutz und Agency Probleme*. Wiesbaden, Gabler 1986.
- [7] Ewert, R., und A. Wagenhofer (2005). *Internes Rechnungswesen: Ein Lehrbuch für Fortgeschrittene*. Springer: Berlin.
- [8] Fama, E. F., und M. H. Miller (1972). *The theory of finance*. New York: Holt Rinehart & Winston.
- [9] Fisher, I. (1906). *The nature of capital and income*. New York: Macmillan.
- [10] Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest*. New York: Macmillan.
- [11] Franke, G., und H. Hax (1988). *Finanzwirtschaft des Unternehmens*. 1. Aufl. Berlin u.a.: Springer, 6. Auflage 2009.
- [12] Franke, G., und H. Laux (1968). Die Ermittlung der Kalkulationszinsfüße für investitionstheoretische Partialmodelle. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 20. Jg., S. 740–759.
- [13] Friedman, M. (1953). The Methodology of Positive Economics. In M. Friedman, *Essays in Positive Economics*, Chicago: Univ. of Chicago Press, S. 3–43.
- [14] Gordon, M. J. (1962). *The Investment, financial, and valuation of the cooperation*. Homewood, Ill.: Prentice-Hall.
- [15] Gutenberg, E. (1929). *Die Unternehmung als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Theorie*. Berlin und Wien, Nachdruck Wiesbaden: Gabler 1998.
- [16] Gutenberg, E. (1951). *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, Band 1: Die Produktion. Heidelberg und Berlin: Springer.
- [17] Gutenberg, E. (1955). *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, Band 2: Der Absatz. Heidelberg und Berlin: Springer.
- [18] Gutenberg, E. (1969). *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, Band 3: Die Finanzen. Heidelberg und Berlin: Springer.
- [19] Hartmann-Wendels, T. (1986). *Dividendenpolitik bei asymmetrischer Informationsverteilung*. Wiesbaden: Gabler.
- [20] Hax, H. (1964). Investitions- und Finanzplanung mit Hilfe der linearen Programmierung. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 16. Jg., S.430–446.
- [21] Hax, H. (1970). *Investitionstheorie*. 1. Aufl. Würzburg/Wien: Physica, 6. Aufl. 1993.
- [22] Hax, H., und H. Laux, Hrsg. (1975). *Die Finanzierung der Unternehmungen*. Köln: Kiepenheuer und Witsch.
- [23] Hax, K. (1966). *Langfristige Finanz- und Investitionsentscheidungen*. In Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, 1. Band Betriebswirtschaft, hrsg. von K. Hax und Th. Wessels, Opladen: Westdeutscher Verlage, S. 399–489.

- [24] Hax, K. (1969). *Personalpolitik und Mitbestimmung*. Opladen: Westdeutscher Verlag
- [25] Hildenbrand, W. (1982). Information und Ressourcenallokation. In E. Streissler, Hrsg. Information in der Wirtschaft, *Schriften des Vereins für Socialpolitik*, N.F. Bd. 126, S. 9–31.
- [26] Hirshleifer, J. (1958). On the Theory of Optimal Investment Decision. *Journal of Political Economy*, Vol. 66, S. 329–352.
- [27] Jensen, M. C., und W.H. Meckling (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, S. 305–360.
- [28] Krahnert, J. P. (1993). *Investitionsmodelle*, integrierte. In: W. Wittmann u.a.: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5. Aufl., Stuttgart: Schäffer–Poeschel, Sp. 1952–1965.
- [29] Kuhn, Th. S. (1972). *The Structure of Scientific Revolutions*. Chicago: University of Chicago Press.
- [30] Lakatos, I. (1977). *The Methodology of Scientific Research Programs*. Cambridge, UK: University of Cambridge Press.
- [31] Laux, H. (1971). Expected utility maximization and capital budgeting subgoals. *Unternehmensforschung*, Vol. 15, S. 130–146.
- [32] Laux, H. (1972). Anreizsysteme bei unsicheren Erwartungen. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 24. Jg., S. 784–803.
- [33] Laux, H. (2003). *Wertorientierte Unternehmenssteuerung und Kapitalmarkt*. 1. Auflage, Berlin Heidelberg New York: Springer
- [34] Laux, H., und F. Liermann (1987). *Grundlagen der Organisation*. 1. Aufl. Springer: Berlin und Heidelberg, 5. Aufl. 2003
- [35] Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, S. 13–37.
- [36] Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The journal of finance*, Vol. 7, S. 77–91.
- [37] Ménard, C., und M. Shirley, Hrsg. (2005). *Handbook of New Institutional Economics*. Dordrecht: Springer.
- [38] Modigliani, F., und M.H. Miller (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, Vol. 48, S. 261–297.
- [39] Moxter, A. (1965). Offene Probleme der Investitions- und Finanzierungstheorie. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 17. Jg., S. 1–10.
- [40] Moxter, A. (1966). Die Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung und der Stand der Bilanztheorie. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 18. Jg., S. 28– 59.
- [41] Moxter, A. (1970). *Optimaler Verschuldungsumfang und Modigliani–Miller–Theorem*. Erstveröffentlichung in einer Festschrift, Wiederabdruck (u.a.) in H. Hax und H. Laux (Hrsg.): Die Finanzierung der Unternehmung, Köln: Kiepenheuer und Witsch, 1975, S. 133–159.
- [42] Porter, M. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: The Free Press.
- [43] Richter, R., und E. Furubotn (1996/1997). *Neue Institutionenökonomik*. Tübingen: Mohr Siebeck 1996; engl. Ausgabe Furubotn und Richter: Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics, Ann Arbor: Univ. of Michigan Press 1997.
- [44] Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *American Economic Review*, Vol. 63, S. 134–139.
- [45] Rothschild, M., und J.E. Stiglitz (1976). Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90, S. 629–648.



- [46] Rubinstein, M. E. (1973). A mean - variance synthesis of corporate financial theory. *Journal of Finance*, Vol. 28, S. 167–181.
- [47] Rudolph, B. (1982). Können die Banken ihre Kreditsicherheiten "vergessen"?. *Kredit und Kapital*, 15. Jg., S. 317–340.
- [48] Schmidt, R.H. (1979). *Die Rolle von Informationen und Institutionen auf Finanzmärkten*. Unveröff. Habilitationsschrift, Goethe-Universität Frankfurt.
- [49] Schmidt, R. H. (1983). *Zur Entwicklung der Finanzierungstheorie*. In: W.F. Fischer-Winkelmann (Hrsg.), *Paradigmenwechsel in der Betriebswirtschaftslehre?*, Spardorf: Wilfer, S. 465–500.
- [50] Schmidt, R.H. (2016). *Finanzen: Nach Jahren wieder ein Leuchtturm*. In: B. Schefold, (Hrsg.), *Wirtschafts- und Sozialwissenschaftler in Frankfurt am Main*, 3. Aufl. Marburg: Metropolis, S. 859–887.
- [51] Schmidt, R.H., und E. Terberger (1996). *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*. 4. Aufl., Wiesbaden: Gabler.
- [52] Schneider, D. (1963). Bilanzgewinn und ökonomische Theorie. *Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung*, NF. 15 Jg., S. 457–474.
- [53] Schneider, D. (1970). *Investition und Finanzierung*. 1. Auflage Opladen: Westdeutscher Verlag, 1970, 5. Auflage Wiesbaden: Gabler 1980.
- [54] Schneider, D. (1981). *Geschichte betriebswirtschaftlicher Theorie: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre für das Hauptstudium*. München und Wien: Oldenbourg.
- [55] Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, Vol. 19, S. 425–442.
- [56] Shleifer und Vishny (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, Vol. 52, S. 737–783.
- [57] Spence, M. S. M. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90, S. 225–243.
- [58] Spremann, K. (2010). *Finance*, 4. Aufl., München: Oldenbourg (Erstauflage 1985).
- [59] Stern, J. M., und D. H. Chew (1986). *The Revolution in Corporate Finance*. Oxford: Blackwell.
- [60] Stiglitz, J. E. (1974). On the irrelevance of corporate financial policy. *American Economic Review*, Vol. 64, S. 851–866.
- [61] Stiglitz, J. E. (2002). Information and the Change in the Paradigm in Economics. *American Economic Review*, Vol. 92, S. 460–501.
- [62] Stiglitz, J. E., und A. Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, Vol. 71, S. 393–410.
- [63] Swoboda, P. (1971). *Investition und Finanzierung*, Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht.
- [64] Swoboda, P. (1981). *Finanzierungstheorie*, 1. Aufl. Heidelberg: Physica (2. Aufl. 1991 unter dem Titel „Betriebliche Finanzierung“ erschienen).
- [65] Terberger, E. (1994). *Neo-institutionalistische Ansätze: Entstehung und Wandel-Anspruch und Wirklichkeit*. Wiesbaden: Gabler.
- [66] Terberger, E. (2001). *Die Betriebswirtschaftslehre am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften in den 80er und 90er Jahren*. In: B. Schefold, (Hrsg.), *Wirtschafts- und Sozialwissenschaftler in Frankfurt am Main*, 2. Aufl. Marburg: Metropolis, S. 562–570.
- [67] Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton: Princeton Univ. Press.
- [68] Wagenhofer, A., und R. Ewert (2002). *Externe Unternehmensrechnung*. Springer Berlin Heidelberg.

[69] Weingartner, H. M. (1997). Capital Rationing: n Authors in Search of a Plot, *Journal of Finance*, Vol. 32 (1977), S. 1403–1431.