



**University of
Zurich** ^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2008

Theorie und Praxis: «Grau ... ist alle Theorie»

Volkart, R

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-11789>
Journal Article

Originally published at:

Volkart, R (2008). Theorie und Praxis: «Grau ... ist alle Theorie». *Der Schweizer Treuhänder*, (9):663-664.

THEORIE UND PRAXIS – «GRAU ... IST ALLE THEORIE»*

Gedanken aus der Abschiedsvorlesung zum Thema «Geld und Geist – oder: Von Mäusen und Menschen», gehalten am 22. Mai 2008 an der Universität Zürich.

«Theorie nennt der Praktiker, was er nicht versteht.» Im Spiegel weniger vergangener Jahrzehnte haben sich Inhalt und Beziehungsgefüge von Theorie und Praxis im Bereich der Finance und vor allem auch der Corporate Finance in interessanter Weise gewandelt. Noch in den siebziger Jahren sah man Theorie und Praxis aus finanzwirtschaftlicher Sicht oft als eigentliche Gegenpole. Der Praktiker warf den theoretischen Konzepten nicht selten Sterilität und Praxisferne vor, und manche Vertreter der Wissenschaft kümmerten sich nicht oder nur wenig um die Übertragung neuer theoretischer Erkenntnisse in die Finanzpraxis – dem sogenannten Knowledge-Transfer wurde viel zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt. «Theorie nennt der Praktiker, was er nicht versteht», war etwa eine humorvoll formulierte These. Und dort, wo sich die Lehre um Praxisnähe bemühte, begnügte man sich in verschiedenen Belangen mit rein rezeptiven Aussagen, wenn man etwa an die traditionellen – aber heute vielleicht gar nicht so unaktuellen – Finanzierungsregeln zur Kapitalstruktur [1] denkt.

Prominente Finanzvereinigung. Dass solches nicht nur für die hiesigen Verhältnisse, sondern auch für die im finanzwirtschaftlichen Bereich oft voranliegenden USA zutrifft, lässt sich leicht belegen. So wurde dort 1970 die *Financial Management Association (FMA)*, eine der prominentesten Finanzvereinigungen, mit dem erklärten Ziel gegründet, zur Annäherung und Verbindung von Finance-Theorie und -Praxis beizutragen. Noch heute ist auf der Website der FMA folgendes nachzulesen:

«Established in 1970, the FMA is a global leader in developing and disseminating knowledge about financial decision making. The mission of the FMA is to broaden the common interests between academicians and practitioners, provide opportunities for professional interaction between and among academicians, practitioners and students, promote the development and understanding of



RUDOLF VOLKART,
PROF. DR. OEC. PUBL.,
ORDINARIUS EMER. FÜR
CORPORATE FINANCE,
SWISS BANKING INSTITUTE,
UNIVERSITÄT ZÜRICH,
SENIOR PARTNER, IFBC AG,
ZÜRICH

basic and applied research and of sound financial practices, and to enhance the quality of education in finance.» [2]

Bereits 1972 begründete die FMA ein diesem Zweck hervorragend dienendes neues Journal, «Financial Management» [3]. In einem akademischen Paper wurde die Problematik «Theorie – Praxis» damals auch wie folgt kommentiert:

«Practitioners often criticize academicians for devoting too much research activity to the development of theory, and too little time to the development of mechanism to link theory and practice.» [4]

Schwergewichte der Finance-Theorie. Lange Zeit fand denn auch eine nur langsame Adaption neuer Theorieerkenntnisse in die Finanzpraxis statt. Dies gilt auch für die folgenden der damals entwickelten Schwergewichte der modernen Finance-Theorie [5]:

→ Kapitalstrukturkonzept [6] (*Modigliani/Miller*, um bzw. nach 1950); → Modern Portfolio Theory (*Markowitz*, um bzw. nach 1950); → *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* (*Sharpe, Lintner* u. a., um 1965); → Option Pricing Theory (*Black/Scholes*, 1973, auch *Bachelier*, um 1900); → Agency Theory (*Jensen/Meckling*, um 1975).

So wurden die Kapitalstrukturaussagen von Modigliani/Miller aufgrund ihrer stringenten Annahmen aus praktischer Sicht lange Zeit verkannt, die Erkenntnisse der Modern Portfolio Theory beispielsweise bei der dritten grossen Merger-Welle von 1965–69 weitgehend «übersehen», das CAPM erst sehr viel später für praktische Anwendungen in Unternehmen «entdeckt», die Option Pricing Theory zunächst nicht in ihrer ganzen Anwendbarkeit gesehen und die Erkenntnisse der Agency Theory erst viel später in eine neue Ausrichtung der Finance, die Behavioral Finance, überführt. Was die Umsetzung der Finance-Theorie in die Praxis anbelangt, erlebte der Schreibende etwa im Bereich der damaligen Revisorenausbildung nicht selten eine gewisse «Resistenz» der angehenden Fachleute gegenüber der Vermittlung neuer, für viele noch unbekannter Theoriekonzepte, so etwa bei der Diskussion des CAPM, des Aktien-Beta oder des WACC [7] (Weighted Average Cost of Capital), die heute tägliches Brot geworden sind.

Theorie und Praxis sind zusammengewachsen. Dies alles hat sich in den letzten rund fünfzehn Jahren grundlegend verändert. Theorie und Praxis sind im finanzwirtschaftlichen Bereich immer mehr zusammengewachsen, und die tägliche, immer komplexer gewordene Finanzpraxis braucht mehr denn je ein sauberes theoretisches Fundament. «Theorie ist die Praxis des Denkens», dürfte man in diesem Sinne wohl formulieren. Zugleich erfolgt heute die praktische Umsetzung neuer theoretischer Erkenntnisse sehr viel rascher –

und bewusster – als früher [8]. Und ohne fundierte Bewertungsmodelle, basierend auf den grundlegenden Arbeiten der Finanztheorie, wäre die heutige Finanzwelt und Führungspraxis nicht mehr denkbar. Zusätzliches Momentum hat dabei das Zusammenwachsen von finanzieller Rechnungslegung, aber auch generell des modernen Accounting, mit der Finance, insbesondere Corporate Finance, bewirkt.

Die wichtigsten Entwicklungen. Zur Illustration des Gesagten seien nachfolgend einige der wichtigen Entwicklungen stichwortartig nachgezeichnet:

→ Unternehmens- und Projektbewertungen: Anwendung des DCF-(Discounted-Cashflow-)Ansatzes; → Ermittlung von Kapitalkosten: Umsetzung des WACC-Konzepts, unter Anwendung des CAPM zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten [9]; → Analyse komplexer Projekte: Anwendung des Realoptions-Ansatzes; → Design von (insbesondere strukturierten) Finanzprodukten: Einsatz komplexer Optionsbewertungsmodelle; → Markt- bzw. marktorientierte Bewertung in der finanziellen Rechnungslegung: Anwendung der DCF-Bewertung und WACC-Bestimmung im Zusammenhang mit Impairment-Tests; → Investorensseitige Anlagestrategien: Umsetzung der Erkenntnisse der Behavioral Finance und weiterer neuer Finance-Strömungen, z. B. der sogenannten Neuro Finance.

Zu naiver Modellglaube. Wie die allerjüngsten Entwicklungen im Finanzsektor zeigen, stehen den beschriebenen Fortschritten indessen auch neue Gefahren einer überspitzt gelebten Modellwelt gegenüber. Zu denken ist dabei an einen manchmal zu naiven Modellglauben, aber auch an das täg-

lich zu beobachtende Phänomen, dass Anwender oft unangebrachtes Vertrauen gegenüber beeindruckend aufbereiteten Daten-Settings an den Tag legen. Manchmal möchte man von einer eigentlichen «Spread-sheet-Illusion» sprechen, wenn vergessen wird, dass noch so ausgefeilt präsentierte Zahlergebnisse höchstens so gut sein können wie die verwendeten Inputdaten und die zugrunde gelegten Rahmenannahmen. Besonders schmerzlich ist dies im Zuge der Subprime-Krise spürbar geworden, die eine in verschiedenen Belangen ver-rückte Zeit widerspiegelt. So stehen Leverage-Exzesse, wie sie etwa im M&A-Bereich, bei Private-Equity-bezogenen Transaktionen, aber auch bei grossen Banken Praxis wurden, eine die Diversifikation völlig falsch interpretierenden Klumpenrisikobildung im US-Hypothekenmarkt oder ein alle auf der Hand liegenden Risk-Return-Gesetzmässigkeiten übersehendes Handeln in diametralem Gegensatz zu den eingangs erwähnten Theorieansätzen. In Extremfällen dürften Analyse- und Bewertungsmodelle sogar bewusst missbräuchlich und irreführend verwendet worden sein.

Kopfgehirn und Bauchgehirn. Als einfache Konsequenz ergibt sich für die Führungs- und Fachverantwortlichen die wichtige Forderung, wesentliche Entscheidungen vor allem komplexerer Art nicht nur mit Kopfgehirn, Verstand und Modelldenken zu fällen, sondern Intuition, Bauchgehirn und praktischem Gespür stets ausreichend Raum zu geben. Und dies wieder vermehrt vor dem Hintergrund eines massvollen Handelns, einem Sinn für Verhältnismässigkeit und Respekt vor den berechtigten Ansprüchen anderer und der Umwelt im Grundsätzlichen. ■

Anmerkungen: *Goethe. 1) Vgl. dazu etwa die Ausführungen in Boemle, M.: *Unternehmensfinanzierung*, 5. Auflage, Zürich 1979, oder bereits bei Härle, D.: *Finanzierungsregeln und ihre Problematik*, Wiesbaden 1961. 2) <http://www.fma.org/History.htm> (Abrufdatum 15. Juli 2008). 3) Dies war eine eigentliche Pionierleistung, indem das Journal in der damals noch schmalen Finance-Journal-Landschaft eine deutliche Lücke schloss. «Financial Management» ist heute stärker theoretisch ausgerichtet, da die FMA später ein noch praxisnäheres Journal «Financial Practice and Education» lancierte, das heute unter dem Namen «Journal of Applied Finance» läuft. 4) Gitman, L.J./Moses, E. A./White, I. T.: *An Assessment of Corporate Cash Management Practices*, in: *Financial Ma-*

agement, Vol. 7, Nr. 1, Spring 1979, S. 32–41. Für den Schreibenden dieser Kolumne war dies damals Motivation genug, seine Habilitationsschrift über weite Strecken dem Brückenschlag Theorie – Praxis zu widmen. Vgl. Volkart, R.: *Finanzmanagement – Ein integrierter Ansatz zur Theorie, Lehre und Praxis der finanziellen Führung privatwirtschaftlicher Unternehmungen*, Zürich 1981. 5) Vgl. dazu und zu den Quellenangaben auch Volkart, R.: *Vierzig Jahre Corporate Finance*, in: Volkart, R.: *Kapitalkosten und Risiko*, Zürich 2001 und 2008, S. 21–34. 6) Dabei gehen die Erkenntnisse von Modigliani/Miller weit über die engere Kapitalstrukturfrage hinaus, indem sie bereits das Wertadditivitäts-Theorem ins Spiel brachten. 7) Verschiedene der heute zumeist mit Kürzeln

bezeichneten Grössen wie WACC, EBITDA, EBIT oder NOPAT sind in der kontinentaleuropäischen Praxis vergleichsweise spät Allgemeingut geworden. 8) Im nationalen Forschungsbereich NCCR FINRISK (National Centre of Competence in Research «Financial Valuation & Risk Management») etwa wurde der Knowledge Transfer als wichtige Teilaufgabe explizit positioniert. Vgl. auch: <http://www.nccr-finrisk.unizh.ch/index.php>. 9) Interessant ist, dass sich heute auch Rechtsexperten intensiv mit DCF- und WACC-Aspekten auseinandersetzen müssen, wenn es um die Klärung von Rechtsstreitigkeiten im Zusammenhang mit Firmen- und Anteilsbewertungen geht.