

Die EFA-Jahrestagung 2014 in Lugano, Schweiz, im mittelfristigen Vergleich und ein Rückblick auf Frankfurt, 2010

Wolfgang Breuer*

I. Überblick

Vom 27. bis 30. August 2014 fand die 41. Jahrestagung der European Finance Association (EFA) unter der Leitung von Francois Degeorge in Lugano, Schweiz, statt. Es war dies das erste Mal, dass die Tagung in Lugano abgehalten wurde. Da die veranstaltende Università della Svizzera italiana erst 1996 gegründet worden und mit 3.000 Studierenden eher klein ist, kann das Bemühen um die Ausrichtung der EFA-Tagung durchaus als ambitioniert bezeichnet werden. Als Keynote Speaker ließ sich Robert J. Shiller von der Yale University gewinnen.

Zur Tagung wurden ca. 1.700 Aufsätze eingereicht, von denen nach einem doppelt verdeckten Begutachtungsverfahren 267 Aufsätze zur Präsentation ausgewählt wurden, was einer Annahmequote von 15,71 % entspricht. Trotz einer vergleichbar hohen Anzahl eingereichter Manuskripte wie im Vorjahr konnte die Annahmequote durch die Erhöhung der Anzahl der zum Vortrag zugelassenen Papiere ungefähr wieder auf das in 2010 vorliegende Niveau angehoben werden, wie man aus *Tabelle 1* erkennen kann.

An den auf der Tagung vorgestellten 267 Aufsätzen wirkten insgesamt 659 Wissenschaftler mit, wobei an 30 Aufsätzen 50 Autoren von 14 Hochschulen und Institutionen mit Sitz in Deutschland beteiligt waren. Die Quote von $30/267 = 11,24\%$ ist die zweitbeste seit 2009 und wird nur noch von dem Ausreißer des Jahres 2010 (EFA-Tagung in Frankfurt) mit $33/217 = 15,21\%$ übertroffen, wie ebenfalls aus *Tabelle 1* erkennbar ist.

* Prof. Dr. Wolfgang Breuer, Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbes. Betriebliche Finanzwirtschaft, Templergraben 64, D-52056 Aachen.

Tabelle 1
Ausgewählte Kennzahlen im Jahresvergleich 2009 bis 2014

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Einreichungen	1.200	1.350	1.600	1.600	1.713	1.700
Annahmen	215	217	201	216	240	267
Annahmequote	17,92 %	16,07 %	12,56 %	13,50 %	14,01 %	15,71 %
„Deutsche“ Aufsätze	13	33	18	21	19	30
Quote Deutschland	6,05 %	15,21 %	8,96 %	9,72 %	7,92 %	11,24 %
Downloads gesamt	47.400	26.941	25.879	32.936	30.109	31.923
Über SSRN verfügbar	174	143	112	170	163	181
Rel. Verfügbarkeit	80,93 %	65,90 %	55,72 %	78,70 %	67,92 %	67,79 %
Downloads pro Papier	272	188	231	194	185	176
Downloads deutsche Top 3	1.180	2.864	1.463	1.074	1.424	1.607
Platzierung deutsche Top 3	24,33	2,67	14,33	26,67	13,67	11,00
Downloads Top 7	16.762	6.624	5.988	6.880	7.095	6.445
Anteil Downloads	35,36 %	24,59 %	23,14 %	20,89 %	23,56 %	20,19 %

Gemessen an der Anzahl der Downloads im Social Science Research Network (SSRN; Stichtag: 17.10.2014) waren die drei erfolgreichsten Beiträge mit deutscher Beteiligung:

1. *Karapandza, R.* (European Business School, Oestrich-Winkel)/*Marin, Jose M.* (Universidad Carlos III, Madrid): The Rate of Market Efficiency, 694 Downloads, Gesamtrang 6.

2. *Menkhoff, L.* (Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel)/*Sarno, L.* (Cass Business School, London)/*Schmeling, M.* (Cass Business School, London)/*Schrumpf, A.* (Bank for International Settlements, Basel): Currency Risk Premia and Macro Fundamentals, 526 Downloads, Gesamtrang 12.

3. *Hillert, A.* (Universität Mannheim)/*Jacobs, H.* (Universität Mannheim)/*Müller, S.* (Universität Mannheim): Media Makes Momentum, mit 387 Downloads, Gesamtrang 15.

Dies ergibt eine Gesamtdownloadzahl von 1.607 bei einer Durchschnittsplatzierung von 11,00 was abermals dem zweitbesten Resultat seit 2009 entspricht (vgl. erneut *Tabelle 1*). Die jeweils ausgewiesenen Downloadzahlen der Jahre 2009 bis 2014 beruhen dabei auf dem Stand von ca. Mitte Oktober des jeweiligen Jahres. Allgemein sind von der

Tabelle 2
Anteile von Autoren nach Herkunftsländern

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
USA	46,00 %	39,30 %	49,50 %	49,90 %	53,00 %	42,00 %
<i>Großbrit.</i>	10,30 %	9,00 %	8,40 %	7,60 %	11,50 %	12,30 %
<i>Schweiz</i>	4,00 %	5,80 %	4,60 %	5,10 %	6,30 %	7,20 %
<i>Deutschland</i>	7,10 %	10,80 %	5,90 %	7,00 %	5,20 %	7,20 %
Frankreich	3,80 %	7,30 %	4,20 %	4,60 %	3,00 %	4,80 %
Kanada	5,50 %	5,10 %	3,40 %	4,40 %	3,50 %	4,00 %
China	1,00 %	2,50 %	1,70 %	3,20 %	2,50 %	3,50 %
Italien	2,20 %	2,60 %	3,20 %	2,50 %	0,90 %	2,80 %
Niederlande	4,80 %	5,00 %	6,00 %	4,30 %	4,00 %	2,50 %
<i>Schweden</i>	1,50 %	1,40 %	1,60 %	1,80 %	0,80 %	2,00 %
<i>Norwegen</i>	2,80 %	1,30 %	1,60 %	0,90 %	1,90 %	1,30 %
<i>Dänemark</i>	2,30 %	1,00 %	0,90 %	2,30 %	0,70 %	0,70 %

Tagung in Lugano über SSRN 181 der insgesamt 267 angenommenen Aufsätze zum Download verfügbar. Die Quote von 67,79 % bewegt sich im Durchschnitt der vorhergehenden Jahre seit 2009. Gleiches gilt für die Gesamtzahl der Downloads (bis zum 17.10.2014) mit 31.923. Die Zahl der durchschnittlich pro über SSRN verfügbarem Papier erzielten Downloads hingegen ist infolge der größeren Zahl angenommener Papiere auf ein neues „Allzeittief“ (seit 2009) von 176 gefallen. Der Wert unterscheidet sich kaum noch von den für die DGF-Tagung erhobenen entsprechenden Zahlen aus dem letztjährigen EFA-Tagungsbericht. In Anbetracht des viel härteren Selektionsprozesses im Rahmen der EFA-Tagungen verwundert dies. Die Vermutung liegt nahe, dass es den Veranstaltern nicht gelingt, diejenigen Papiere zu identifizieren, die sich eines besonders breiten Interesses erfreuen. Man mag einwenden, dass der Geschmack der Masse noch nie als Gütekriterium taugte. Freilich können Papiere, die kaum gelesen werden, auch keine große Wirkung entfalten. Trotzdem werden wir weiter unten aber auch die Frage nach dem Publikationserfolg im Nachgang zu einer EFA-Tagung prüfen.

In *Tabelle 2* sind die Autorenzahlen für ausgewählte Herkunftsländer über die Jahre 2009 bis 2014 aufgeschlüsselt. Die Zuordnung der Autoren zu Ländern erfolgte dabei nach dem Sitz der Hochschule oder Instituti-

on, an der der Autor tätig ist. Jeder Autor wurde entsprechend seiner anteiligen Mitwirkung an einem Tagungsbeitrag gewichtet (z.B. mit je 0,5 Beteiligungspunkten bei zwei Autoren oder mit je 0,33 bei drei Autoren). Kursiv gesetzt sind die erreichten Prozentsätze für Länder, die Gastgeber der betreffenden Tagung gewesen sind. In der zweiten Spalte von *Tabelle 3* sind die durchschnittlich erreichten Anteilswerte für diejenigen Länder ausgewiesen, die zwischen 2009 und 2014 Gastgeber für eine der EFA-Tagungen gewesen sind, wobei der Prozentsatz aus dem Gastgeberjahr selbst nicht berücksichtigt worden ist. Wie man im Vergleich zur dritten Spalte aus *Tabelle 3* erkennen kann, haben *alle* sechs Gastgeber im jeweiligen Jahr höhere Werte erreicht als im Durchschnitt der jeweils übrigen Jahre (2009 bis 2014). Die relativen Abweichungen reichen gemäß der letzten Spalte aus *Tabelle 3* von bescheidenen 6,70 % für Schweden bis zu beeindruckenden Werten von 100 % und mehr für Norwegen und Dänemark. Freilich handelt es sich hierbei auch um Länder, die zumeist ohnehin keine große Rolle auf der EFA-Tagung spielen, weshalb bereits ein angenommener Beitrag mehr oder weniger für diese Länder spürbare Auswirkungen auf die Performance hat. Interessanter dürfte daher der Fall Deutschlands sein mit einer Abweichung von über 66 % bei Anteilswerten von normalerweise ca. 6,50 %. Wir werden daher auf diesen Fall weiter unten zurückkommen. Erwähnenswert ist noch, dass die Beteiligung Italiens an der EFA-Tagung 2014 ebenfalls einen positiven Ausreißer nach oben darstellt. Da Lugano in der italienischsprachigen Schweiz liegt, überrascht dies nicht wirklich.

Tabelle 3

Durchschnittliche Anteilswerte ausgewählter Länder als Nichtgastgeber und als Gastgeber im Vergleich

	Durchschnitt als Nicht- gastgeber	Anteilswert als Gastgeber	Absoluter Unterschied	Relativer Unterschied
Großbritannien	9,50 %	11,50 %	2,00 %	21,10 %
Schweiz	5,20 %	7,20 %	2,00 %	38,50 %
Deutschland	6,50 %	10,80 %	4,30 %	66,20 %
Schweden	1,50 %	1,60 %	0,10 %	6,70 %
Norwegen	1,40 %	2,80 %	1,40 %	100,00 %
Dänemark	1,10 %	2,30 %	1,20 %	109,10 %

Vor dem Hintergrund der Daten aus *Tabelle 3* dürfte es kaum abzustreiten sein, dass Autoren des jeweiligen Gastgeberlands einer EFA-Tagung in einem überproportionalen Umfang auch als Präsentatoren von Aufsätzen auftreten. Schon in früheren Tagungsberichten zu den EFA-Konferenzen wurde gemutmaßt, welche Gründe hierfür ausschlaggebend sein mögen. Erstens mag es sein, dass einfach mehr Aufsätze aus dem jeweiligen Land im betreffenden Jahr eingereicht worden sind. Eine Ursache hierfür könnte sein, dass die veranstaltende Universität für die Tagung die Werbetrommel rührt und dabei vor allem bekannte und befreundete Autoren aus dem eigenen Heimatland anspricht. Diese Begründung ist nicht sehr überzeugend. Die extrem niedrigen Annahmquoten belegen, dass bei EFA-Tagungen kein wirklicher Mangel an Einreichungen besteht, und selbst wenn man auf der Jagd nach neuen Rekordeinreichungszahlen ist (gemäß den mit unterschwelligem Stolz verkündeten neuen Werten auf den entsprechenden EFA-Homepages werden immer höhere Einreichungszahlen wohl als wünschenswert erachtet), wird man diese Rekorde beispielsweise als norwegischer Organisator kaum mit norwegischen Einreichungen aufstellen können. Ein weiterer Grund für höhere Einreichungszahlen aus dem Gastgeberland mag sein, dass weniger Autoren durch hohe Reisekosten von der Einreichung abgeschreckt werden. Wenn dem so ist, sollte man auch aus Nachbarländern in den betreffenden Jahren höhere Einreichungen und damit *ceteris paribus* höhere Annahmquoten beobachten können. Vereinzelt gibt es hierfür Anzeichen. So ist der deutsche Anteil für die EFA-Tagung in der Schweiz der zweithöchste seit 2009. Allerdings liegt der Anteil für Bergen 2009 (leicht) höher als der für Kopenhagen 2012 im Nachbarland Dänemark, und die Schweiz war 2010 in Deutschland weniger stark vertreten als in Großbritannien 2013. Zum anderen kann es daher einfach so sein, dass Autoren des jeweiligen Gastgeberlands von den Organisatoren gleicher Nationalität bevorzugt werden.

Ein Indiz für die mangelnde Qualität des Begutachtungsprozesses ist der Umstand, dass ein erheblicher Anteil der vorgetragenen Aufsätze nie zur Publikation zu gelangen scheint (vgl. weiter unten Abschnitt III sowie die Ergebnisse aus der Analyse der Tagung in Bergen 2009 im letztjährigen Tagungsbericht). Gleichwohl aussagekräftiger dürfte eine Analyse des späteren Publikationserfolgs speziell der Aufsätze aus dem jeweiligen Gastgeberland sein. Hierfür bietet sich insbesondere Deutschland an, weil die Zahl der erfolgreichen Einreichungen auch in Jahren ohne Gastgeberstatus (anders als etwa für die skandinavischen Länder) ver-

Tabelle 4
SSRN-Downloads und Tagungsbeiträge je Themengebiet

	Anzahl Down- loads	Anteil Down- loads	Anzahl Tagungs- beiträge	Anteil Tagungs- beiträge
Asset Pricing and Fin. Econ.	8.813	27,61 %	39	14,61 %
Corporate Governance	5.092	15,95 %	38	14,23 %
Financial Intermediation	3.894	12,20 %	40	14,98 %
Market Microstructure	3.628	11,36 %	27	10,11 %
Corporate Finance	2.326	7,29 %	28	10,49 %
Special Tracks	2.035	6,37 %	24	8,99 %
International Finance	1.213	3,80 %	12	4,49 %
Household Finance	1.097	3,44 %	9	3,37 %
Central Bank., Bank. & Regul.	1.015	3,18 %	20	7,49 %
Real Estate Finance	809	2,53 %	6	2,25 %
Derivatives	691	2,16 %	9	3,37 %
Behavioral Finance	683	2,14 %	9	3,37 %
Financial Econometrics	627	1,96 %	6	2,25 %
Gesamt	31.923	100 %	267	100 %

Central Bank., Bank. & Regul.: Central Banking, Banking & Regulation, Asset Pricing and Fin. Econ.: Asset Pricing and Financial Econometrics

gleichsweise hoch ist, Zufallseinflüsse von Ausreißern daher hier eher wenig Bedeutung haben.

In der *Tabelle 4* ist die Relevanz einzelner Themengebiete der EFA-Tagung 2014 gemäß der jeweiligen Zahl angenommener Manuskripte und den zugehörigen Downloadwerten dargestellt. Die Definitionen der Themengebiete variieren von EFA-Tagung zu EFA-Tagung mehr oder weniger unvorhersehbar. Eine Besonderheit der Tagung des Jahres 2014 ist, dass hier gar keine größeren Themengebiete gebildet worden sind. Der Autor des vorliegenden Berichts hat daher die Systematik des Jahres 2013 übernommen und die Aufsätze des Jahres 2014 „manuell“ den betreffenden Kategorien zugeordnet. Wie schon im Vorjahr belegt „Asset Pricing and Financial Econometrics“ den ersten Platz. Die besondere Relevanz dieser Kategorie wird auch dadurch unterstrichen, dass der Anteil an den Downloads hierbei typischerweise größer ist als der Anteil an den Tagungsbeiträgen. Gemäß *Tabelle 5* ist das Gebiet „Asset Pricing and

Tabelle 5
Bedeutung der Themengebiete über die Zeit hinweg

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Ø
AP&FE	34 %	9 %	28 %	19 %	23 %	17 %	22 %
CorFin	24 %	18 %	27 %	19 %	24 %	10 %	20 %
FinIn&B	13 %	18 %	11 %	10 %	10 %	15 %	13 %
CorGov	0 %	6 %	0 %	10 %	8 %	14 %	6 %
MMS	4 %	6 %	6 %	4 %	5 %	10 %	6 %
IntFin	4 %	7 %	9 %	6 %	4 %	4 %	6 %
BehFin	6 %	6 %	4 %	6 %	6 %	3 %	5 %
CentrB&R	0 %	6 %	3 %	0 %	9 %	7 %	4 %
Deriv	0 %	10 %	0 %	3 %	3 %	3 %	3 %

AP&FE: Asset Pricing and Financial Econometrics, CorFin: Corporate Finance, FinIn&B: Financial Intermediation and Banking, CorGov: Corporate Governance, MMS: Market Microstructure, IntFin: International Finance, BehFin: Behavioral Finance, CentrB&R: Central Banking and Regulation, Deriv: Derivatives.

Financial Econometrics“ auch über die letzten Jahre hinweg im Durchschnitt am bedeutsamsten gewesen. „Corporate Governance“ konnte sich gegenüber 2013 für 2014 um einen Platz nach oben unmittelbar hinter „Financial Intermediation and Banking“ verbessern. Im mehrjährigen Mittel liegt hingegen „Corporate Finance“ vor „Corporate Governance“. Erst seit 2012 hat „Corporate Governance“ als Kategorie deutlich an Bedeutung gewinnen können. Andere, in der *Tabelle 5* nicht aufgeführte Kategorien wurden nur in einzelnen Jahren besetzt und auch dann nur mit eher wenigen Beiträgen. Dies gilt etwa für „Real Estate Finance“ und „Household Finance“. Interessant ist, dass es das Themengebiet „Finanzkrise“ nur auf der Jahrestagung 2009 als eigene Kategorie gegeben hat. Gelöst wurden damit die praktischen Probleme des Finanzsektors freilich noch nicht. Hinsichtlich der Frankfurter Tagung 2010 ist noch erwähnenswert, dass die Themengruppen „Derivatives“ und „Financial Intermediation and Banking“ hier gegenüber den anderen Jahren besonders herausstechen. Wenngleich sich für den Bereich „Derivatives“ in 2010 keine übermäßige deutsche Beteiligung ausmachen lässt, liegt diese doch für „Financial Intermediation and Banking“ vor. 9 von 38 Aufsätzen, d.h. 23,68 %, weisen hierbei eine deutsche Beteiligung auf. Die ungewöhnliche Bedeutung dieses Themengebiets auf der Frankfurter Tagung geht demnach mit einem überproportionalen Anteil deutscher Beiträge in dieser Kategorie einher.

Das Gegenstück zum hohen Anteil an Aufsätzen zu „Derivatives“ bildet der Befund, dass „Asset Pricing and Financial Econometrics“ auf der Frankfurter Tagung erheblich weniger stark vertreten gewesen ist als bei allen anderen ab 2009 abgehaltenen Jahrestreffen der EFA. Möglicherweise wurden Aufsätze teils unter „Derivatives“ eingeordnet, die man auch unter „Asset Pricing and Financial Econometrics“ hätte subsumieren können.

II. Die wichtigsten Beiträge

Das vergleichsweise starke Auftreten deutscher Autoren auf der Tagung in Lugano zeigt sich auch daran, dass unter den besten sieben Aufsätzen nach Gesamtdownloadzahl mit Platz Nr. 6 ein Beitrag zu finden ist, an dem auch ein Autor einer deutschen Universität beteiligt ist. 20,19 % aller Downloads entfallen insgesamt auf diese Top 7. Gemäß *Tabelle 1* bewegt sich dieser Wert im Rahmen dessen, was in den Vorjahren (bis auf das in verschiedener Hinsicht eine Sonderrolle einnehmende Jahr 2009) beobachtet werden konnte, zumal die Gesamtzahl der über SSRN herunterladbaren Beiträge mit 181 den höchsten Wert seit 2009 annimmt. Im Weiteren werden die Top 7 nach Gesamtdownloadzahlen kurz im Detail vorgestellt.

Platz 1: *Scale and Skill in Active Management*. Von *Lubos Pastor*, *Rob Stambaugh* und *Luke Taylor* (1.888 Downloads, Platz 2 nach Downloads pro Tag).

Die Autoren untersuchen empirisch den Einfluss der Fondsgröße bzw. der Größe der gesamten Fondsbranche auf die Performance aktiv gemanagter Fonds. Der Datensatz umfasst 3.126 US-Aktienfonds über den Zeitraum von 1979 bis 2011. Selbst unter Berücksichtigung möglicher empirischer Verzerrungen finden die Autoren starke Belege dafür, dass mit wachsendem Volumen der Fondsbranche die Performance der einzelnen Fonds abnimmt. Für den Einfluss der individuellen Fondsgröße hingegen können unter Beachtung etwaiger Verzerrungen keine signifikanten Resultate nachgewiesen werden. Der von den Autoren gewählte Ansatz macht es auch möglich, das Fähigkeitsniveau einzelner Fonds um etwaige Größeneffekte bereinigt zu betrachten. Insgesamt deuten die empirischen Befunde auf folgende Zusammenhänge hin: Jüngere Fonds weisen ein höheres Fähigkeitsniveau als ältere Fonds auf, weswegen die Ersteren die Letzteren unter Performanceaspekten hinter sich lassen. Mit wachsendem Alter verschlechtert sich daher die Performance von Fonds

infolge des ständigen Zustroms neuer, besser gemanagter Fonds. Dieser negative Performanceeffekt wachsenden Wettbewerbs kann auch nicht durch Lernprozesse über die Zeit hinweg kompensiert werden.

Platz 2: Empirical investigation of life settlements: The secondary market for life insurance policies. Von *Alfonso V. Januario* und *Narayan N. Naik* (928 Downloads, Platz 6 nach Downloads pro Tag).

In diesem Aufsatz wird zum ersten Mal eine empirische Analyse des Sekundärmarktes für Lebensversicherungspoliceen präsentiert. Der Untersuchung liegen 9.002 US-amerikanische Policeen mit einer Gesamtversicherungssumme von 24,14 Mrd. US-\$ zugrunde, die zwischen 2001 und 2011 abgeschlossen worden sind. Es zeigt sich, dass die Sekundärmarkterlöse im Durchschnitt das Vierfache des Rückkaufswerts der Policeen betragen. Die Autoren schätzen auf Basis allgemeiner Sterbetafeln die erwartete Rendite für den Erwerber dieser Policeen am Sekundärmarkt auf 12,5 % p.a. Die empirischen Daten legen ferner nahe, dass adverse Selektion im Hinblick auf die Überlebenswahrscheinlichkeit beim Verkauf von Lebensversicherungspoliceen eher nicht zu beobachten ist.

Platz 3: Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. Von *Rui Albuquerque*, *Art Durnev* und *Yrjo Koskinen* (854 Downloads, Platz 27 nach Downloads pro Tag).

Der Aufsatz nutzt eine Panelstichprobe für die Jahre 2003 bis 2011 mit insgesamt 23.803 Unternehmensjahrbeobachtungen für die USA zur Prüfung der Frage, welchen Einfluss Investitionen in CSR-Maßnahmen (CSR: Corporate Social Responsibility) auf das systematische Risiko von Unternehmen haben. Es zeigt sich empirisch, dass Unternehmen mit höheren CSR-Investitionen ein geringeres systematisches Risiko aufweisen als Unternehmen mit niedrigeren CSR-Investitionen. Die Autoren erklären diesen Effekt im Rahmen eines theoretischen Modells über die durch höhere CSR-Investitionen verbesserte Kundenbindung. Dementsprechend zeigt sich theoretisch wie empirisch, dass die Wirkung von CSR-Investitionen auf das systematische Risiko einer Unternehmung ausgeprägter ist in Branchen mit stärkerer Produktdifferenzierung. Im empirischen Teil des Beitrags legen die Autoren besonderen Wert auf die adäquate Berücksichtigung des möglichen Problems umgekehrter Kausalität, um nachzuweisen, dass CSR-Investitionen Einfluss auf Risiko und Unternehmensbewertung nehmen und nicht umgekehrt.

Platz 4: The Price of Political Uncertainty: Theory and Evidence from the Option Market. Von *Bryan Kelly*, *Lubos Pastor* und *Pietro Veronesi* (746 Downloads, Platz 4 nach Downloads pro Tag).

Gegenstand dieses Beitrags ist die theoretische und empirische Analyse des Einflusses von politischen Risiken in Form von Ergebnissen von Wahlen und Gipfeltreffen auf die Bewertung von Optionen. Da der Ausgang von Wahlen und Gipfeltreffen Unternehmen auf breiter Front betreffen kann, liegt hier zu einem guten Teil nicht diversifizierbares systematisches Risiko vor. Optionen, deren Laufzeit mit den betreffenden Wahlen oder Gipfeltreffen zusammenfallen, können daher als Versicherungsinstrument gegen entsprechende Schocks von Bedeutung sein. Besonders interessant sind Verkaufsoptionen, die aus dem Geld notieren. Beispielsweise weisen Puts, die 10 % aus dem Geld notieren und zum Zeitpunkt der Wahl oder des Gipfeltreffens fällig sind, einen hierdurch bedingten Aufschlag von 16 % auf. Der Versicherungseffekt ist besonders ausgeprägt bei schwacher wirtschaftlicher Lage und großer politischer Unsicherheit.

Platz 5: Common factors in stock market seasonalities. Von *Matti Kelo-harju*, *Juhani Linnainmaa* und *Peter Mikael Nyberg* (728 Downloads, Platz 12 nach Downloads pro Tag).

Die Monatsrenditen von Aktien variieren mit dem jeweiligen Kalendermonat. Der Effekt ist ökonomisch signifikant. So können die Autoren durch geschickte Wahl von Long-Positionen in Aktien mit hohen historischen Januarrenditen und Short-Positionen in Aktien mit niedrigen historischen Januarrenditen eine durchschnittliche monatliche Überschussrendite von über 1 % erzielen. Es stellt sich die Frage, ob diese Saisonalitäten durch allgemeine Bewertungsfaktoren oder aber durch unternehmensspezifische Einflussgrößen hervorgerufen werden. Es zeigt sich, dass drei Viertel des Saisonalitäteneffekts nicht diversifiziert werden können und damit die hohen Überschussrenditen auch eine Vergütung für das hierbei in Kauf genommene zusätzliche systematische Risiko beschreiben. Eine Konsequenz dieses Befunds ist, dass man nach generellen Werttreibern für Aktien auch dadurch suchen kann, dass man die Determinanten der Saisonalitäten identifiziert.

Platz 6: The Rate of Market Efficiency. Von *Rasa Karapandza* und *Jose M. Marin* (694 Downloads, Platz 33 nach Downloads pro Tag).

Gegenstand des Aufsatzes ist die Messung der Entwicklung des Ausmaßes der Ineffizienz der Kapitalmarktbewertung im Hinblick auf öffentlich verfügbare Informationen, d.h. die Bestimmung des Ausmaßes der halbstarken Form der Informationseffizienz über die Zeit hinweg. Dabei wird ein Zeitraum von 1962 bis 2010 untersucht. Zunächst werden

fünf lineare Bewertungsmodelle daraufhin getestet, inwiefern sie zufällig zusammengestellte Portfolios auch als uninformativ gebildet erkennen. Das CAPM erweist sich hier insbesondere den Mehrfaktorenmodellen von *Fama* und *French* sowie *Carhart* als überlegen und wird daher als Referenzmodell genutzt, um die Entwicklung des Ausmaßes der Ineffizienz auf den Kapitalmärkten über die Zeit hinweg zu bestimmen. Dazu wird die Verteilung der *Jensenschen* Alphas im Zusammenhang mit gezielt gebildeten „informativen“ Portfolios (auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen) mit der Verteilung der *Jensenschen* Alphas für uninformativ (d.h. zufällig) gebildete Portfolios verglichen. Es zeigt sich, dass das Ausmaß der Ineffizienz auf den Kapitalmärkten deutlich abgenommen hat, obwohl die in den letzten Jahren stark gewachsene Literatur zu „Bewertungsanomalien“ genau das Gegenteil suggeriert. Ferner wirft der vorliegende Beitrag Zweifel im Hinblick auf die Nutzung von Mehr-Faktoren-Modellen auf, da sich diese als weniger geeignet zur (In-)Effizienzmessung erweisen als das einfache CAPM.

Platz 7: The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study. Von *Marco Becht*, *Julian Franks*, *Jeremy Grant* und *Hannes Wagner* (607 Downloads, Platz 5 nach Downloads pro Tag).

Der betreffende Aufsatz untersucht im Rahmen einer groß angelegten empirischen Studie ca. 1.800 Fälle von Aktivismus seitens Hedgefonds als Anteilseigner von Unternehmen in Asien, Europa und Nordamerika. Anteilseigneraktivismus zielt grundsätzlich darauf ab, Einfluss auf die Governance einer Unternehmung zu nehmen. Es zeigt sich, dass in diesem Sinne erfolgreiche Interventionen von Seiten der Anteilseigner deutlich höhere abnormale Renditen erzielen als erfolglose Aktivitäten. Auch *ceteris paribus* höhere abnormale Renditen weisen Interventionen auf, die von mehreren Hedgefonds gemeinsam initiiert werden. Die Resultate belegen, dass die Interventionen wohl typischerweise in der Tat mit positiven realen Effekten in Form der Generierung von Mehrwert einhergehen.

Auch wenn damit unter diesen sieben am meisten nachgefragten Aufsätzen durchaus solche vertreten sind, die sich mit aktuellen Fragen befassen (Sekundärmarkthandel für Lebensversicherungspolizen, Bewertungskonsequenzen „nachhaltiger“ Investitionen und von politischer Unsicherheit), sind doch auch Beiträge vertreten, die geradezu das Fundament des Fachs „Finanzwirtschaft“ betreffen. Dies gilt etwa für die Frage nach dem Ausmaß der Markteffizienz oder der Bedeutung von Fähigkeiten und Größeneffekten für die Performance von Investmentfonds.

Man mag sich vor diesem Hintergrund zuweilen fragen, ob das Fach nicht teilweise auf der Stelle tritt, wenn selbst nach Jahrzehnten der Diskussion bestimmte grundlegende Fragen nicht als geklärt angesehen werden können. Andererseits verwundert es dann auch nicht, dass von Seiten der Wissenschaft so wenig zur Lösung praktischer Probleme in Krisenzeiten beigetragen wird.

III. EFA-Tagung 2010 in Frankfurt und anschließender Publikationserfolg

Die EFA-Tagung 2010 liegt mittlerweile über vier Jahre zurück, weswegen es möglich ist, ähnlich wie im letztjährigen Tagungsbericht zur Tagung 2009 in Bergen einen Blick auf den bisher erzielten Publikationserfolg zu werfen. Dementsprechend ist in *Tabelle 6* die Verteilung der Publikationen nach verschiedenen Kriterien in Abhängigkeit der regionalen Herkunft der Beiträge dargestellt. Die letzte Spalte gibt ungewichtet den Anteil der betreffenden Länder an allen auf der EFA-Tagung 2010 präsentierten Aufsätzen an. Interessant ist insbesondere im Hinblick auf die deutschen Beiträge, dass diese unter Beachtung der durch die Publikationen erreichten Punkte gemäß der Zeitschriftenliste 2012 der Zeitung „Handelsblatt“ (HB) ihren Anteil von 10,80 % an allen Präsentationen der Frankfurter Tagung nicht halten konnten. Tatsächlich ist der Rückgang von 2,30 Prozentpunkten der absolut höchste in der *Tabelle 6* ausgewiesene Wert. Er wird nur noch ebenfalls von der (nahe gelegenen) Schweiz realisiert, relativ ist der Schweizer „Einbruch“ wegen des geringeren Niveaus ihrer Präsenz auf der Frankfurter Tagung sogar noch ausgeprägter. Insgesamt wurden 67 % aller Präsentationen mit deutscher Beteiligung auf der EFA-Tagung 2010 bislang publiziert. Die durchschnittlich erreichte HB-Punktzahl belief sich dabei auf 0,61. Über alle anderen Länder hinweg konnten 66 % aller Präsentationen publiziert werden, was fast genau der deutschen Erfolgsquote entspricht, aber die dabei erzielte durchschnittliche HB-Punktzahl beträgt 0,80, ist also erheblich (und statistisch signifikant auf dem 1 %-Niveau) höher als bei Aufsätzen mit deutscher Beteiligung. Im Vergleich zu anderen Ländern wurden also auf der EFA-Tagung 2010 überdurchschnittlich viele Aufsätze mit deutscher Beteiligung zugelassen, die nachfolgend in qualitativ schlechteren Zeitschriften publiziert wurden als der durchschnittlich publizierte EFA-Tagungsbeitrag 2010 ohne Beteiligung deutscher Autoren.

Man könnte den gerade dargelegten empirischen Befund als Indiz dafür deuten, dass in der Tat der für deutsche (und ggf. Schweizer) Einreichungen angelegte Qualitätsmaßstab auf der (in Deutschland stattgefundenen) EFA-Tagung ein anderer war als für Einreichungen aus anderen Ländern. Interessanterweise widerspricht die Auswertung zur EFA-Tagung 2009 in Bergen dieser Schlussfolgerung. Für Deutschland bzw. die Schweiz betrug der Unterschied zwischen dem mit HB-Punkten gewichteten Anteil an den Publikationen und dem entsprechenden Anteil an den Präsentationen auch hier mehr als 3 bzw. fast 2 Prozentpunkte. Speziell

Tabelle 6

Publikationen auf Basis von Tagungsbeiträgen der EFA 2010

	Anteil ohne Qualitätsge- wichtung	Anteil nach HB-Punkten gewichtet	Anteil nach Downloads gewichtet	Anteil an allen Beiträgen auf EFA 2010
USA	39,10 %	44,10 %	48,00 %	39,30 %
Deutschland	10,40 %	8,50 %	11,60 %	10,80 %
Großbritannien	9,90 %	10,00 %	11,60 %	8,90 %
Frankreich	9,80 %	8,50 %	3,00 %	7,30 %
Schweiz	4,10 %	3,50 %	3,70 %	5,80 %
Kanada	6,00 %	5,60 %	5,50 %	5,10 %
Niederlande	4,60 %	3,80 %	3,70 %	5,00 %
Italien	2,30 %	2,30 %	3,80 %	2,60 %
China	3,10 %	2,90 %	2,20 %	2,50 %
Australien	0,90 %	0,80 %	0,10 %	2,00 %
Singapur	1,40 %	1,90 %	1,90 %	1,60 %
Schweden	1,40 %	1,30 %	0,20 %	1,40 %
Norwegen	1,00 %	1,10 %	0,30 %	1,30 %
Dänemark	1,30 %	1,30 %	0,20 %	1,00 %
Israel	1,30 %	1,10 %	1,20 %	1,00 %
Portugal	1,40 %	1,10 %	0,90 %	1,00 %
Österreich	0,50 %	0,40 %	0,00 %	0,80 %
Finnland	0,50 %	0,60 %	1,00 %	0,80 %
Südkorea	0,50 %	0,40 %	0,20 %	0,50 %
Spanien	0,30 %	0,50 %	0,10 %	0,50 %
Russland	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,50 %
Belgien	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,20 %
Griechenland	0,20 %	0,30 %	0,80 %	0,20 %

wiesen deutsche Beiträge bloß eine durchschnittliche HB-Punktzahl von 0,74 auf, während der entsprechende Wert für die übrigen Länder bei 0,85 liegt. Überdies waren deutsche Autoren 2009 auch ohne Qualitätsgewichtung nach HB-Punkten bei Publikationen schon weniger erfolgreich als Autoren aus anderen Ländern.

Es scheint also so etwas wie länderfixe Effekte beim Publikationserfolg zu geben. Ein sehr markantes Beispiel hierfür sind 2009 ebenso wie 2010 die USA, die überdurchschnittlich hochwertig publizieren, wie deren Wert von 44,10 % in der dritten Spalte im Vergleich zum Wert von 39,10 % in der zweiten Spalte von *Tabelle 6* belegt. Drei Gründe hierfür sind insbesondere denkbar: Deutsche Autoren sind anders als etwa US-amerikanische Autoren eher bereit, auch Publikationen in Zeitschriften mit schlechterem Ranking zu akzeptieren, als auf eine Publikation zur Gänze zu verzichten. Wenn dem so wäre, müsste aber die Publikationsquote bei deutschen Konferenzbeiträgen erkennbar höher als insbesondere bei US-amerikanischen Konferenzbeiträgen sein. Dies ist zumindest für die EFA-Tagungen 2009 und 2010 nicht der Fall. Zweitens könnten deutsche Konferenzbeiträge generell von geringerer Qualität als die Konferenzbeiträge aus anderen Ländern (insbesondere den USA) sein. Deutsche Einreichungen würden damit systematisch bevorteilt. Auch wenn man dies für die Frankfurter Tagung vermuten könnte, ist nicht einzusehen, dass dies auch bei einer Tagung in Norwegen der Fall sein sollte. Denkbar wäre allenfalls die gegenteilige Konstellation, dass insbesondere Beiträge mit US-Beteiligung systematisch auf der Tagung der *European Finance Association* benachteiligt werden und deswegen im Schnitt eine höhere Qualität als die Beiträge etwa aus Deutschland aufweisen, wie sich im nachfolgenden Publikationserfolg zeigt. Hierfür könnte sprechen, dass sich die US-Beiträge zumindest nach Downloadzahlen ebenfalls einer überdurchschnittlichen Beliebtheit erfreuen.

Drittens schließlich ist es möglich, dass deutsche Zeitschrifteneinreichungen systematisch schlechter beurteilt werden als etwa Einreichungen von US-Autoren. Da auch die hochgerankten Zeitschriften von Herausgeberseite US-amerikanisch dominiert zu sein scheinen, wirkt dieser Erklärungsansatz ebenfalls nicht unplausibel. Es dürfte sich lohnen, dieser Frage in Zukunft genauer nachzugehen. Klar ist jedenfalls, dass es eine beträchtliche Diskrepanz zwischen Einreichungserfolgen bei den EFA-Konferenzen und bei Zeitschriften gibt. Ohne irgendeine Art von Verzerrung bei dem einen oder anderen Begutachtungsprozess wird dies kaum zu erklären sein.

IV. Fazit

Gegenstand dieses Beitrags waren eine Analyse der EFA-Tagung 2014 in Lugano und ein Rückblick auf die EFA-Tagung 2010 in Frankfurt. Im Hinblick auf Inhalte und allgemeine quantitative Kennziffern weist die EFA-Tagung in Lugano keine großen Besonderheiten auf. Wieder zeigt sich eine überdurchschnittliche Präsenz des Veranstalterlands. Die Untersuchung der Frankfurter EFA-Tagung zusammen mit den Resultaten des Tagungsberichts aus dem vorhergehenden Jahr mit dem Rückblick auf die EFA-Tagung 2009 in Bergen lässt vermuten, dass diese besondere Präsenz der Gastgeber nicht auf Bevorzugungen im Begutachtungsprozess, sondern vielmehr auf entsprechend höhere Einreichungszahlen zurückzuführen ist. Interessanterweise legen die Ergebnisse eher nahe, dass Beiträge mit US-amerikanischer Beteiligung im Begutachtungsprozess der Konferenz benachteiligt oder aber bei der nachfolgenden Begutachtung als Zeitschrifteneinreichung bevorteilt werden. Es dürfte interessant sein, diese Frage im Weiteren genauer zu prüfen.