Credit and Capital Markets, Volume 52, Issue 1, pp. 127–139
Reports

Weltoffenes Warschau? – Informationen zur EFA-Jahrestagung 2018 in Warschau, Polen, und Vergleich des Publikationserfolgs für die DGF-Tagungen 2003 und 2015

Wolfgang Breuer[1]

I. Überblick

Vom 22. bis 25. August 2018 fand die 45. Jahrestagung der European Finance Association (EFA) im Sofitel Hotel in Warschau statt. Als Keynote Speaker ließ sich *Jeremy C. Stein* von der Harvard University gewinnen. Es war dies das erste Mal, dass die EFA-Tagung in Polen stattfand – einem Land, das bislang zweifellos in Europa eher nur eine nachgeordnete Rolle im Bereich finanzwirtschaftlicher Forschung spielt. Wahrscheinlich deswegen wurde die Leitung einem Wissenschaftler übertragen, der nicht in Warschau, sondern an einer britischen Universität lehrt (gleichwohl aber über polnische Wurzeln verfügt): *Marcin Kacperczyk*.

Mit ca. 1.900 eingereichten Aufsätzen, von denen 243 zur Präsentation zugelassen worden sind, wurde ein neuer Einreichungsrekord erzielt. Die Annahmequote bewegt sich mit 12,79 % auf dem üblichen niedrigen Niveau. *Tabelle 1* stellt die Entwicklung seit 2010 im Detail vor.

An den auf der Tagung vorgestellten 243 Aufsätzen wirkten insgesamt 628 Wissenschaftler mit, wobei an 22 Aufsätzen 40 Autoren von 13 Hochschulen und Institutionen mit Sitz in Deutschland beteiligt waren. Die Quote von 22/243 = 9,05 % liegt leicht unter dem seit 2011 realisierten bisherigen Durchschnitt und insbesondere wieder klar hinter dem Wert aus dem vorhergehenden Jahr (EFA-Tagung in Mannheim).

Gemessen an der Anzahl der Downloads im Social Science Research Network (SSRN; Stichtag: 02.10.2018) waren die drei erfolgreichsten Beiträge mit deutscher Beteiligung:

[1] Univ.-Prof. Dr. Wolfgang Breuer, Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbes. Betrieblich Finanzwirtschaft, Templergraben 64, D-52056 Aachen.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 1

Ausgewählte Kennzahlen im Jahresvergleich 2010 bis 2018

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Einreichungen	1.350	1.600	1.600	1.713	1.700	1.700	1.853	1.800	1.900
Annahmen	217	201	216	240	267	240	243	222	243
Annahmequote	16,07 %	12,56 %	13,50 %	14,01 %	15,71 %	14,12 %	13,11 %	12,33 %	12,79 %
„Deutsche“ Aufsätze	33	18	21	19	30	18	29	27	22
Quote Deutschland	15,21 %	8,96 %	9,72 %	7,92 %	11,24 %	7,50 %	11,93 %	12,16 %	9,05 %
Downloads gesamt	26.941	25.879	32.936	30.109	31.923	32.613	35.454	34.523	44.646
Über SSRN verfügbar	143	112	170	163	181	145	144	148	176
Rel. Verfügbarkeit	65,90 %	55,72 %	78,70 %	67,92 %	67,79 %	60,42 %	59,26 %	66,67 %	72,43 %
Downloads pro Papier	188	231	194	185	176	225	246	233	254
Downloads deutsche Top 3	2.864	1.463	1.074	1.424	1.607	685	1.236	1.729	2.213
Platzierung deutsche Top 3	2,67	14,33	26,67	13,67	11	47,67	15	15,67	13,33
Downloads Top 7	6.624	5.988	6.880	7.095	6.445	7.328	9.313	8.370	10.173
Anteil Downloads Top 7	24,59 %	23,14 %	20,89 %	23,56 %	20,19 %	20,19 %	26,27 %	24,24 %	22,79 %

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1. *Buss, A.* (Insead, Fontainebleau)/*Schoenleber, L.* (Frankfurt School of Finance and Management)/*Vilkov, G.* (Frankfurt School of Finance and Management): Option-Implied Correlations, Factor Models, and Market Risk, 932 Downloads, Gesamtrang 5.
2. *Daniel, K.* (Columbia University, New York City)/*Mota, L.* (Columbia University, New York City)/*Rottke, S.* (Universität Münster): The Cross-Section of Risk and Return, 705 Downloads, Gesamtrang 15.
3. *Görgen, M.* (Universität Augsburg)/*Nerlinger, M.* (Universität Augsburg)/*Jacob, A.* (Universität Augsburg): Carbon Risk, 576 Downloads, Gesamtrang 20.

Dies ergibt eine Gesamtdownloadzahl von 2.213 bei einer Durchschnittsplatzierung von 13,33, was das zweitbeste Resultat seit dem „Wunderjahr" 2010 in Frankfurt darstellt (vgl. erneut Tabelle 1). Die für die Jahre 2010 bis 2018 ausgewiesenen Downloadzahlen beruhen dabei auf dem Stand aus der ersten Oktoberhälfte des jeweiligen Jahres. Allgemein sind von der Tagung in Warschau über SSRN 176 der insgesamt 243 angenommenen Aufsätze zum Download verfügbar. Die Quote von 72,43 % gehört zu den höchsten seit 2010, die Gesamtzahl der Downloads und die Zahl der Downloads pro Papier (bis zum 02.10.2018) mit 44.646 bzw. 254 wurden sogar zuletzt nur 2009 übertroffen.

In Tabelle 2 sind die Anteile von Autoren ausgewählter Herkunftsländer über die Jahre 2010 bis 2018 für die jeweilige Gesamtzahl der Präsentationen aufgeführt. Die Zuordnung der Autoren zu Ländern erfolgte dabei nach dem Sitz der Hochschule oder Institution, an der der Autor tätig ist. Jeder Autor wurde entsprechend seiner anteiligen Mitwirkung an einem Tagungsbeitrag gewichtet

Tabelle 2

Anteile von Autoren nach ausgewählten Herkunftsländern

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
USA	39,3 %	49,5 %	49,9 %	53,0 %	42,0 %	44,0 %	40,2 %	43,0 %	49,3 %
Großbritannien	9,0 %	8,4 %	7,6 %	11,5 %	12,3 %	11,2 %	9,7 %	9,5 %	10,2 %
Deutschland	10,8 %	5,9 %	7,0 %	5,2 %	7,2 %	5,3 %	7,9 %	8,1 %	6,0 %
Frankreich	7,3 %	4,2 %	4,6 %	3,0 %	4,8 %	4,8 %	4,7 %	2,1 %	5,5 %
Kanada	5,1 %	3,4 %	4,4 %	3,5 %	4,0 %	6,8 %	4,3 %	6,9 %	3,6 %
Schweiz	5,8 %	4,6 %	5,1 %	6,3 %	7,2 %	2,8 %	4,8 %	3,5 %	3,6 %
China	2,5 %	1,7 %	3,2 %	2,5 %	3,5 %	4,2 %	3,6 %	5,7 %	3,0 %
Niederlande	5,0 %	6,0 %	4,3 %	4,0 %	2,5 %	4,7 %	4,8 %	2,5 %	2,9 %
Italien	2,6 %	3,2 %	2,5 %	0,9 %	2,8 %	0,9 %	2,3 %	2,0 %	2,6 %
Dänemark	1,0 %	0,9 %	2,3 %	0,7 %	0,7 %	1,3 %	2,3 %	0,7 %	2,4 %
Schweden	1,4 %	1,6 %	1,8 %	0,8 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %	3,3 %	1,4 %
Norwegen	1,3 %	1,6 %	0,9 %	1,9 %	1,3 %	0,4 %	2,1 %	1,6 %	0,8 %

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 3

SSRN-Downloads und Tagungsbeiträge je Themengebiet

	Anzahl Down-loads	Anteil Down-loads	Anzahl Tagungs-beiträge	Anteil Tagungs-beiträge
Asset Pricing, Empirical	10.469	23,45 %	33	13,58 %
Corporate Fin. & Governance, Empirical	6.693	14,99 %	36	14,63 %
Behavioral Fin. & Household Fin.	6.629	14,85 %	33	13,58 %
Corporate Fin. & Gov., Theoretical	4.896	10,97 %	15	6,17 %
Special Tracks	4.814	10,78 %	12	4,94 %
Financial Interm. & Instit., Empirical	3.969	8,89 %	36	14,81 %
Asset Pricing, Theoretical	2.124	4,76 %	18	7,41 %
Financial Interm. & Instit., Theoretical	1.586	3,55 %	18	7,41 %
International Finance	1.502	3,36 %	9	3,70 %
Market Microstructure	1.488	3,33 %	18	7,41 %
Real Estate Finance	267	0,60 %	6	2,47 %
Financial Econometrics	145	0,32 %	3	1,23 %
Macroeconomics and Finance	64	0,14 %	6	2,47 %
Gesamt	44.646	100 %	243	100 %

Fin.: Finance, Gov.: Governance, Interm. & Instit.: Intermediation & Institutions.

(z. B. mit je 0,5 Beteiligungspunkten bei zwei Autoren oder mit je 0,33 bei drei Autoren). Ohne Heimvorteil ist der deutsche Anteil wieder spürbar geschrumpft. Aufgrund ihrer generell allzu geringen Bedeutung im Rahmen finanzwirtschaftlicher Forschung kann man einen Heimeffekt für polnische Wissenschaftler nicht feststellen. Sehr wohl aber erreichen die immer starken USA eines ihrer besten Ergebnisse seit 2009, und auch britische Autoren sind stärker als in den Vorjahren vertreten. Ob dies mit der wissenschaftlichen Leitung durch eine im angelsächsischen Bereich angesiedelte Persönlichkeit in Verbindung steht, kann nur gemutmaßt werden und muss daher hier offenbleiben.

In der Tabelle 3 ist die Relevanz einzelner Themengebiete der EFA-Tagung 2018 gemäß der jeweiligen Zahl angenommener Manuskripte und den zugehörigen Downloadwerten dargestellt. Dabei wurde die Klassifikation der aktuellen EFA-Tagung übernommen. Grundsätzlich zeigen sich hierbei keine großen Überraschungen. Der Bereich „Asset Pricing“ kann auf sich insgesamt („Theoretical“ und „Empirical“) 28,21 % aller Downloads vereinen (zum Vergleich 2017: 25,06 %). Danach kommt das zusammengesetzte Themengebiet „Corporate Finance & Governance“ mit insgesamt einem Anteil von 25,96 % (2017: 27,44 %) und schließlich schon deutlich abgeschlagen „Behavioral Finance and Household Finance“ mit 14,85 % (2017: 13,24 %) sowie „Financial Intermedia-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tion and Institutions“ mit 12,44 % (2017: 12,98 %). Die übrigen Themengebiete spielen keine große Rolle, wenn man beachtet, dass sich unter den Special Tracks vor allem Fragen zum Asset Pricing und zur Bankenregulierung finden.

II. Die wichtigsten Beiträge

Wie auch schon im Vorjahr ist es deutschen Autoren erneut mit immerhin einem Beitrag gelungen, sich unter die Urheber der Top-7-Aufsätze nach Gesamtdownloadzahl zu mischen. 22,79 % aller Downloads entfallen insgesamt auf diese Top 7, was sich grundsätzlich auf dem seit 2010 beobachtbaren Niveau bewegt. Im Weiteren werden die Top 7 nach Gesamtdownloadzahlen kurz im Überblick präsentiert.

Platz 1: Empirical Asset Pricing via Machine Learning. Von *Shihao Gu, Bryan Kelly* und *Dacheng Xiu* (2.573 Downloads, Platz 1 nach Downloads pro Tag).

Hierbei handelt es sich um eine explorative Studie, die auf Basis eines umfangreichen Datensatzes mit 30.000 Aktien über 60 Jahre von 1957 bis 2016 die Frage prüft, inwiefern Ansätze aus dem Bereich des Maschinenlernens geeignet sind, erwartete Aktienrenditen und Marktrisikoprämien vorherzusagen. Maschinenlernen wird von den Autoren dabei über drei Charakteristika definiert: (i) Es geht um eine diverse Menge hoch-dimensionaler Modelle zu Zwecken der statistischen Prognose, in denen (ii) Vorkehrungen zur Vermeidung eines Overfitting (Überanpassung an die zur Kalibrierung genutzten Trainingsdaten) getroffen werden und bei denen (iii) effiziente Algorithmen zum Einsatz kommen, durch die eine große Zahl möglicher Modellspezifikationen geprüft werden kann. Weil es im Rahmen der Bestimmung von Marktrisikoprämien letztlich um die Prognose erwarteter Renditen geht und Prognosefragen generell im Rahmen des Maschinenlernens im Vordergrund stehen, sind Ansätze des Maschinenlernens für diesen Zweck nach Ansicht der Autoren in besonderer Weise geeignet. Diese Einschätzung bestätigt sich im Rahmen der empirischen (Out-of-Sample-) Analyse. Konkret erweisen sich hierbei Regressionsbäume und neuronale Netzwerke als besonders leistungsfähig. Zu den weiteren Erkenntnissen gehört die Folgerung, dass Ansätze des Maschinenlernens auf der Portfolioebene einen größeren Präzisionsgewinn ermöglichen als auf der Wertpapiereinzelebene, wenn es um die Schätzung erwarteter Renditen geht. Die Berücksichtigung von Nichtlinearitäten über die genannten Ansätze des Maschinenlernens ist besonders vorteilhaft, und mehr als drei verborgene Schichten im Rahmen neuronaler Netzwerke werden nicht benötigt. Die wichtigsten Determinanten erwarteter Aktienrenditen aus einem Fundus von mehreren hundert potentiellen Prädiktoren sind Momentum, Liquidität und Volatilität.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Platz 2: Disaster on the Horizon: The Price Effect of Sea Level Rise. Von *Asaf Bernstein, Matthew Gustafson* und *Ryan Lewis* (1.822 Downloads, Platz 3 nach Downloads pro Tag).

Als Folge des Klimawandels ist mit steigenden Meeresspiegeln und damit Überflutungen von Küstengebieten zu rechnen. Konsequenterweise wird man entsprechende Preisabschläge bei solchermaßen überflutungsbedrohten Immobilien erwarten. Die Autoren prüfen diese Hypothese auf Basis eines umfangreichen Datensatzes von 460.000 Immobilienverkäufen in den USA zwischen 2007 und 2016, die sich alle auf Immobilien in einem Abstand von höchstens 0,25 Meilen (= ca. 400 m) von der Küste beziehen. 30 % dieser Immobilien gelten für die Zukunft als überflutungsgefährdet infolge des Klimawandels. Es zeigt sich, dass der Preisabschlag für die Überflutungsgefahr im Mittel 7 % beträgt. Selbst Immobilien, bei denen erst nach Ablauf von mehr als hundert Jahren mit Überflutungsschäden zu rechnen ist, werden noch mit einem Abschlag von 4 % gehandelt. Abschläge bei Mieten gibt es hingegen verständlicherweise nicht, und die Abschläge sind am größten, wenn Immobilien nicht zu eigenen Wohnzwecken, sondern für Vermietungen erworben werden. Dies belegt nach Ansicht der Autoren, dass mit wachsender Rationalität der Marktteilnehmer der Berücksichtigung von Langfristrisiken mehr Bedeutung zugemessen wird. Überhaupt zeigen die Resultate, dass an den Märkten auch sehr langfristig wirkende Risiken berücksichtigt werden. Dies könnte nicht nur für Maßnahmen im Rahmen der Klimapolitik Bedeutung haben, da eine größere Transparenz von Langfristrisiken Bewertungseffekte auslösen dürfte. Es sollte auch von allgemeinem Interesse für die Theorie der Unternehmensbewertung sein.

Platz 3: Initial Coin Offerings and Platform Building. Von *Jiasun Li* und *William Mann* (1.726 Downloads, Platz 2 nach Downloads pro Tag).

Im Rahmen eines theoretischen Modells wird untersucht, welchem Zweck die Ausgabe von „Tokens“ (Bons, Wertgutscheinen) über Initial Coin Offerings (ICOs) als Zahlungsmittel für Peer-to-Peer-Online-Plattformen zukommen kann. Es wird dargelegt, dass der Erwerb solcher Tokens als Mittel zur glaubwürdigen Bindung an die Teilnahme im Rahmen der jeweiligen Online-Plattform aufgefasst werden kann. Diese Möglichkeit zur glaubwürdigen Bindung an die Teilnahme ist deswegen wichtig, weil die über die Plattformen geschaffenen Netzwerke typischerweise eine bestimmte Mindestteilnehmerzahl benötigen, damit sich die Plattform- bzw. Netzwerknutzung für die Beteiligten lohnt. Tatsächlich sind für diesen Zweck solche Tokens am besten geeignet, die außerhalb des betrachteten Netzwerks wertlos sind, da erst wegen des Fehlens geeigneter Verwendungsalternativen die glaubwürdige Bindung an die Nutzung der Tokens für die Netzwerkpartizipation gelingt. Damit wird auch deutlich, dass diese Art von Tokens keinen Wertpapiercharakter haben und daher auch nicht den aufsichtsrechtlichen Vorschriften für Wertpapiere unterliegen müssen. Man spricht

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

hierbei auch von „Utility Tokens". Hiervon abzugrenzen sind die wertpapierähnlichen „Security Tokens", die beispielsweise Zahlungsanwartschaften verbriefen. Der Beitrag trägt damit auch zu einem besseren Verständnis der verschiedenen Arten von Tokens im Rahmen eines ICO und ihrer adäquaten aufsichtsrechtlichen Behandlung bei.

Platz 4: Governance Under Common Ownership. Von *Alex Edmans, Doron Levit* und *Devin Reilly* (1272 Downloads, Platz 39 nach Downloads pro Tag).

Für gewöhnlich wird unterstellt, dass durch Diversifikation unter den Kapitalgebern einer Unternehmung Governance-Mechanismen wegen der breiteren Streuung der Anteile geschwächt werden. Freilich wird in den entsprechenden Modellen typischerweise nur eine einzelne Unternehmung betrachtet. Wenn man indes eine Situation mit mehreren Unternehmungen analysiert, dann können sich durch diversifizierte Kapitalgeberportfolios gegenüber konzentrierten mit nur einem Investor je Unternehmung Vorteile ergeben. Die Ursache hierfür liegt in der größeren Flexibilität diversifizierter Kapitalgeber bei der Bestimmung von Anteilen, die im Fall eines sie treffenden exogenen Liquiditätsschocks verkauft werden. Bei konzentrierten Portfolios muss der Kapitalgeber Anteile der einzig von ihm gehaltenen Unternehmung verkaufen, während er bei einem diversifizierten Portfolio die Anteile derjenigen Unternehmen auswählen kann, die am schlechtesten performen. Damit haben Verkäufe bei diversifizierten Portfolios größere Signalwirkung als bei konzentrierten, wodurch die Governance bei den betreffenden Unternehmen gestärkt werden kann. Denn zum einen steigen die Anreize für den breit gestreuten Investor zur Überwachung, weil Anteilsverkäufe zu größeren negativen Preisreaktionen führen. Falls der Investor sich hingegen doch für Verkäufe entscheidet, führen die damit verbundenen ausgeprägteren Preisreaktionen auch zu größerem Druck auf das Management, sich ex ante wohl zu verhalten. Intuitiv gesprochen liegt bei breit gestreuten Kapitalgeberportfolios ein relatives Leistungsturnier zwischen den Managern der jeweiligen Unternehmen vor, wobei die Turnierverlierer durch Anteilsverkäufe abgestraft werden. Dadurch ergeben sich positive Arbeitsanreize. Aus diesen theoretischen Überlegungen lassen sich vielfältige praktische Implikationen ableiten. Beispielsweise mögen die Kontrollanreize für Indexfonds geringer sein als bei einem Fonds mit gleichem Portfolio, aber ohne die entsprechende Indexbindung, weil Letzterer mit schärferen Preisreaktionen bei Anteilsverkäufen rechnen muss (infolge des höheren Informationsgehalts dieser Transaktion) als der Indexfonds.

Platz 5: Option-Implied Correlations, Factor Models, and Market Risk. Von *Adrian Buss, Lorenzo Schoenleber* und *Grigory Vilkov* (932 Downloads, Platz 16 nach Downloads pro Tag).

Unter dem Korrelationsrisiko versteht man die Instabilität von Korrelationen im Zeitablauf. Vor allem in Crash-Phasen nimmt die Korrelation zwischen Ak-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tienrenditen zu, weswegen die Wohlfahrt der Anleger durch das Korrelationsrisiko über die hiermit verbundene Diversifikationserschwernis negativ beeinflusst wird. Vor diesem Hintergrund verfolgt der vorliegende Aufsatz zwei Ziele: Zum einen geht es um die Herleitung einer optionsimplizierten Korrelationsmatrix. Zum anderen soll genauer untersucht werden, über welchen Transmissionskanal implizite Korrelationen zur Vorhersage von Marktrenditen beitragen. Im Hinblick auf die erste Forschungsfrage wird nachgewiesen, dass zur Korrelationsermittlung vor allem die Struktur der Volkswirtschaft abgebildet werden muss. Das heißt, es geht eher um Korrelationen zwischen verschiedenen Wirtschaftssektoren als zwischen einzelnen Aktien. Bezüglich der zweiten Forschungsfrage ergibt sich, dass implizite Korrelationen schlechter als historisch realisierte Korrelationen zur Vorhersage künftiger Korrelationen geeignet sind. Stattdessen zeigen implizite Korrelationen systematische Diversifikationsrisiken an. Damit ist die Heterogenität künftiger Betafaktoren gemeint. Konkret deuten hohe implizite Korrelationen eine geringe Querschnittsstreuung der Betakoeffizienten über die nächsten zwölf Monate an und damit ein größeres nicht-diversifizierbares Portfoliorisiko.

Platz 6: Long Run Risk. Is It There? Von *Yukun Liu* und *Ben Matthies* (925 Downloads, Platz 43 nach Downloads pro Tag).

Gemäß dem konsumbasierten Capital Asset Pricing Model sollten sich Schocks bezüglich des langfristigen Konsumwachstums stark auf Aktienbewertungen auswirken. Bislang hat es sich aber als schwierig erwiesen, dieses Langfristrisiko empirisch zu erfassen. In dem vorliegenden Papier wird ein neuer Messansatz vorgeschlagen, der auf einer Analyse von Nachrichten in dem Wirtschaftsmagazin „Wall Street Journal“ im Zeitraum zwischen 1927 und 2013 basiert und auf monatlicher Ebene die Zahl der Artikel erfasst, in denen die Begriffe „Consumption“, „GDP“, „Gross Domestic Product“, „GNP“, „Gross National Product“ und „Pig Iron“ (Roheisen; ein Konsummaß, das vor allem in den frühen Betrachtungsjahren von Bedeutung ist) Verwendung finden. Auch wenn diese Begriffe auf den ersten Blick nicht auf einen negativen Ton in den Artikeln schließen lassen, sind sie nach Ansicht der Autoren in der Tat vor allem mit negativen Konjunkturausblicken verbunden. Der auf Basis dieser monatlichen Artikelzählungen konstruierte „n-Index“ steht daher in einer negativen Beziehung zu der erwarteten langfristigen Wachstumsrate des Konsums. Für einen Zeitraum von sechs Jahren kann der n-Index ungefähr 25 % des kumulierten künftigen Konsumwachstums erklären. Ein auf dem n-Index basierendes Ein-Faktor-Modell zur Aktienbewertung erweist sich als überlegen gegenüber dem *Fama-French*-Drei-Faktoren-Modell und performt vergleichbar zum entsprechenden Fünf-Faktoren-Modell.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Platz 7: Fund Tradeoffs. Von *Ľuboš Pástor, Robert Stambaugh* und *Lucian Taylor* (923 Downloads, Platz 7 nach Downloads pro Tag).

Im Gegensatz zu vielen anderen Aufsätzen geht es im vorliegenden nicht um Fragen der Performance von Investmentfonds, sondern um die Beziehungen zwischen verschiedenen Fondscharakteristika im Gleichgewicht. Konkret werden Fondsgröße, Gebührensatz, Handelsvolumen und Portfolioliquidität betrachtet. Die Portfolioliquidität wird von den Autoren als neue Kenngröße eingeführt und als positive Funktion der Aktienliquidität und der Diversifikation definiert. Unterstellt wird dabei, dass die Handelskosten je Aktie mit der Zahl der gehandelten Einheiten der betreffenden Aktie steigen. Eine geringere Portfolioliquidität impliziert deswegen ceteris paribus höhere Handelskosten. Das Ausmaß der Diversifikation wird in diesem Zusammenhang definiert als positive Funktion der Abdeckung (Anzahl verschiedener Aktien im Portfolio) und der Balance (Umfang der Übereinstimmung der einzelnen Aktiengewichte mit der Marktgewichtung). Im Rahmen der theoretischen Herleitungen wird ferner unterstellt, dass der betrachtete Fonds eine feste erwartete Überrendite (im Basisfall: 0) erwirtschaftet. Aus den getroffenen Annahmen ergibt sich dann recht mechanistisch, dass die Portfolioliquidität eines Fonds eine positive Funktion der Fondsgröße und des Handelsvolumens ist sowie eine negative des Gebührensatzes. Geringere Gebührensätze wirken negativ auf die erwartete Überrendite, weswegen dies nur dann mit dem hierfür exogen vorgegebenen Wert in Einklang gebracht werden kann, wenn die Portfolioliquidität entsprechend höher ist, die Handelskosten also geringer sind. Eine größere Umschlagshäufigkeit ebenso wie ein größeres Fondsvolumen impliziert höhere Handelskosten, die durch eine höhere Portfolioliquidität kompensiert werden müssen. Im Rahmen einer umfassenden empirischen Analyse von 2.789 aktiv gemanagten Investmentfonds in den USA über den Zeitraum von 1979 bis 2014 finden die Autoren Evidenz für ihre theoretisch hergeleiteten Zusammenhänge.

Interessanterweise finden sich auf den ersten drei Plätzen Themen mit einem ausgeprägten aktuellen Bezug – sei es, weil auf technologische Neuerungen abgestellt wird. Sei es, dass die Folgen des Klimawandels Beachtung finden. Dies ist durchaus bemerkenswert, da gerade in „Finance“ zu einem Gutteil auch eher „zeitlose“ Fragen (beispielsweise aus dem beliebten Bereich des Asset Pricing) behandelt werden.

III. Publikationserfolge von Beiträgen der DGF-Tagungen 2003 und 2015 im Vergleich

Die deutsche Betriebswirtschaftslehre hat in den letzten Jahrzehnten einen grundlegenden Wandel durchlebt. Die früher übliche, sehr national und an der Publikation von Monographien grundsätzlicher Bedeutung ausgerichtete Ver-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

öffentlichungspraxis ist einer viel stärker international agierenden „Paper-Kultur“ mit der Behandlung sehr spezieller Forschungsfragen in dafür umso größerer Tiefe gewichen. Damit einhergehend sollte die internationale Sichtbarkeit der BWL in entsprechenden Fachzeitschriften zugenommen haben. Im Weiteren soll anhand eines Vergleichs der Publikationserfolge von Referenten der Jahrestagung 2003 der Deutschen Gesellschaft für Finanzwirtschaft (DGF) mit denen der DGF-Tagung 2015 geprüft werden, ob diese Vermutung zutrifft.

Für die empirische Auswertung wurde folgende Datenbasis erstellt: Für alle Beiträge der DGF-Tagungen 2003 und 2015 wurden, soweit möglich, entsprechende Veröffentlichungen ermittelt. Um eine Veröffentlichung dem jeweiligen Tagungsbeitrag zuzuordnen, wurden folgende Kriterien berücksichtigt: Der Titel des Aufsatzes, der Abstract, die Autorenliste und die Erwähnung der jeweiligen Tagung in Danksagungen. Bei der Recherche wurden sowohl Publikationslisten von Google Scholar als auch persönliche Publikationsverzeichnisse der einzelnen Autoren durchsucht. Trotzdem ist es bei diesem Vorgang durchaus wahrscheinlich, dass durch geänderte Titel, Abstracts und Autorschaften oder unvollständige Publikationsverzeichnisse die ein oder andere relevante Veröffentlichung übersehen wurde. Dies gilt jedoch für Tagungsbeiträge aus den Jahren 2003 und 2015 gleichermaßen und sollte für die folgende Analyse nicht zu Verzerrungen führen.

Insgesamt wurden zu 80 Tagungsbeiträgen aus dem Jahr 2003 und 72 Tagungsbeiträgen aus dem Jahr 2015 entsprechende Veröffentlichungen recherchiert. Tabelle 4 zeigt eine Übersicht der identifizierten Publikationen geordnet nach dem Zeitpunkt der Veröffentlichung.

Gemäß Tabelle 4 wird der größte Teil der Veröffentlichungen in Fachzeitschriften ein bis vier Jahre nach dem Vortrag auf der Tagung realisiert. In den ersten drei Jahren nach der DGF-Tagung 2003 wurden mit 28 von 80 Tagungsbeiträgen 35 % der Beiträge in Fachzeitschriften publiziert. Bis zum Jahr 2011 stieg die Anzahl der Veröffentlichungen auf 46 und damit ca. 57 % an. Im Anschluss an die DGF-Tagung 2015 wurden bis September 2018 etwa 35 % der 72 Tagungsbeiträge zur Veröffentlichung gebracht. Geht man von einem ähnlichen Veröffentlichungsverlauf wie bei der DGF-Tagung 2003 aus, scheint es plausibel, dass bis 2023 eine vergleichbare Publikationsquote erreicht wird.

Als Erstes seien die Bewertungskennzahlen für Fachzeitschriften im Bereich Betriebswirtschaftslehre seitens der Wirtschafts- und Finanzzeitung Handelsblatt (HB) aus dem Jahre 2014 und (als Robustheitscheck) aus dem Jahre 2009 betrachtet. Gemäß dem HB-Ranking wird jeder wissenschaftlichen Fachzeitschrift eine Punktzahl zwischen 0 (am schlechtesten) und 1 (am besten) zugeordnet. Von den 46 Publikationen auf Basis der 2003er-Tagung weisen sieben keine positive HB-Punktzahl gemäß der 2014er-Liste auf, und es ergibt sich im Mittel ein Wert von 0,38 Punkten. Legt man die ältere HB-Liste aus dem Jahre

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 4

Publikation von Beiträgen der DGF-Tagungen 2003 und 2015

DGF-Tagung 2003		*DGF-Tagung 2015*	
Jahr	Anzahl Publikationen	Jahr	Anzahl Publikationen
2002	1	2015	2
2003	5	2016	3
2004	10	2017	11
2005	6	2018	9
2006	6		
2007	9		
2008	4		
2009	3		
2010	1		
2011	1		
Gesamt	46		25
Anzahl Tagungs-beiträge	80		72
Prozent	57,50 %		34,72 %

Überblick über die Veröffentlichung von Tagungsbeiträgen (DGF 2003 und 2015) in Fachzeitschriften. Erhoben im September 2018.

2009 zugrunde, käme man sogar nur auf 0,33 Punkte. Im Vergleich hierzu finden sich für die Publikationen auf Basis der 2015er-Tagung unter den 25 bisherigen Publikationen nur zwei ohne positive HB-Punkte bei einem Durchschnittswert von 0,57 auf Basis der 2014er-Zeitschriftenliste und von 0,45 auf Basis der 2009er-Liste. Für 2014 ist die Differenz in HB-Punkten zwischen den beiden Tagungen signifikant auf dem 1 %- und für 2009 auf dem 5 %-Niveau von Null verschieden.

Man könnte einwenden, dass die ersten Publikationen im Gefolge einer Tagung die höherwertigen sind. Beschränkt man sich deswegen auch bei der 2003er-Tagung nur auf die Veröffentlichungen in den ersten drei Folgejahren, also bis 2006, so erhält man 28 Publikationen, deren durchschnittlicher HB-Wert mit 0,37 (2014er-Liste) bzw. 0,34 (2009er-Liste) sich aber nicht wesentlich von dem der Gesamtstichprobe unterscheidet.

Freilich weist der gerade angestellte Vergleich immer noch die Schwäche auf, dass HB-Punkte im Jahre 2003 noch gar nicht existierten und sich Autoren hieran folglich auch nicht orientieren konnten. Gleichwohl mag aber auch diese Feststellung bereits eine Ursache für das veränderte Veröffentlichungsverhalten

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sein: Unter dem Aspekt der Erreichung von HB-Punkten ist ein deutlich verändertes Publikationsverhalten feststellbar. Trotzdem sollen als weiterer Qualitätsmaßstab auch noch SSCI/SCI-X-Zwei-Jahres-Impact-Faktoren gemäß dem Web of Science betrachtet werden. Diese geben an, wie häufig im Durchschnitt Aufsätze der jeweiligen Fachzeitschrift aus den Jahren X–1 und X–2 im Jahr X zitiert werden. Auch auf Basis von derlei Impact-Faktoren kann man hier in unterschiedlicher Weise verfahren. Zum einen kann man für die 2003er-Tagung wieder die Gesamtstichprobe oder aber nur die Veröffentlichungen bis 2006 („verkürzte Betrachtung") zugrunde legen. Zum anderen kann man die für die Publikationen angesetzten Impact-Faktoren variieren.

Zunächst soll für die 2003er-Tagung von den Impact-Faktoren des entsprechenden Jahres ausgegangen werden. Für 2015 wird analog verfahren. Man erhält Impact-Faktor-Durchschnittswerte von 0,49 (Gesamtstichprobe) bzw. 0,45 (verkürzter Zeitraum) für die 2003er-Tagung und von 1,60 für die 2015er-Tagung, was eine höchst signifikante Differenz impliziert.

Allerdings muss man konzedieren, dass Impact-Faktoren in den letzten Jahren generell größer geworden sind. Tatsächlich stieg der Median Impact Factor in der Kategorie „Business, Finance" von 0,62 im Jahr 2003 auf 0,94 im Jahr 2015 an. Überdies hat die Zahl der im Web of Science erfassten Zeitschriften ebenfalls zugenommen. Für den Bereich Business/Finance gab es 2003 36 erfasste Zeitschriften und 2015 hingegen 94.

Um dieser Entwicklung Rechnung zu tragen, wird geprüft, welche durchschnittlichen Impact-Faktoren sich für die Publikationen auf Basis der 2003er-Tagung ergeben, wenn man die Impact-Faktoren des Jahres 2015 zugrunde legt. Auf diese Weise werden beide genannten Effekte (mehr erfasste Zeitschriften, höhere Durchschnittswerte bei den erfassten) berücksichtigt. Man erhält Werte von 0,89 auf Basis aller Publikationen und 0,85 auf Basis der Publikationen bis 2006. Dies korrespondiert mit einem Wachstumsfaktor von 0,89/0,49 = 1,82 bzw. 0,85/0,45 = 1,89. Bei unverändertem Publikationsverhalten sollten sich also schon allein auf Basis des gerade beschriebenen Effekts ca. 1,89-fache durchschnittliche Impact-Faktoren für die 2015er-Tagung ergeben. Werden deswegen alle Impact-Faktoren-Resultate aus 2015 durch 1,89 geteilt, quasi „deflationiert", erhält man einen Durchschnitt von nur noch 1,60/1,89 = 0,85, der aber immer noch ungefähr auf dem 2 %-Niveau signifikant von den korrespondierenden 2003er-Werten von 0,45 bzw. 0,49 verschieden ist. Ein sogar noch leicht besseres Signifikanzniveau ergibt sich, wenn man direkt für alle Publikationen die Impact-Faktoren des Jahres 2015 ansetzt und die entsprechenden Durchschnittswerte von 0,85 bzw. 0,89 und 1,60 miteinander vergleicht. Selbst bei einer Anwendung der Impact-Faktoren des Jahres 2003 auf alle Publikationen beider Tagungen liegt der Wert für 2015 mit einem Mittel von 0,63 noch über denen von 2003 mit 0,49 (Gesamtstichprobe) und 0,45 (verkürzter Zeitraum), wenngleich sich hier keine statistische Signifikanz mehr nachweisen lässt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zusammenfassend scheint es daher tatsächlich Indizien dafür zu geben, dass selbst im Finance-Bereich und hier wiederum im Zusammenhang mit Arbeitspapieren für Konferenzen, wo ohnehin von einer hohen Orientierung an möglichen Publikationen in Fachzeitschriften auszugehen ist, über die Zeit hinweg eine stärkere Fokussierung auf Qualitätszahlen für Publikationen zu beobachten ist.

IV. Fazit

Zwei Dinge scheinen im Hinblick auf die Tagung in Warschau bemerkenswert. Zum einen wurde ein neuer Rekord im Hinblick auf die Zahl der eingereichten Manuskripte aufgestellt, zum anderen finden sich auf den ersten drei Plätzen nach Downloadzahlen Aufsätze, die Fragen aus dem Bereich des Klima- und des technologischen Wandels und damit gewisse „Megatrends" adressieren.

Ferner wurden die Publikationserfolge im Nachgang der DGF-Tagungen 2003 und 2015 miteinander verglichen, um zu prüfen, ob es auch im (deutschsprachigen) Finance-Bereich einen erkennbaren Trend zu höherwertigen („internationalen") Publikationen gegeben hat. Dies scheint tatsächlich der Fall zu sein und hat weitreichende Implikationen. Eine etwa ist die der stark gesunkenen Bedeutung von deutschen finanz- und betriebswirtschaftlichen Fachzeitschriften, da diese nach den üblichen Qualitätsmaßstäben für Fachzeitschriften aus Autorensicht grundsätzlich nur über eine eher eingeschränkte Attraktivität verfügen. Die Fachzeitschrift „Die Betriebswirtschaft" etwa wurde aus diesem Grunde vor einiger Zeit ganz eingestellt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.52.1.127 | Generated on 2025-07-12 09:40:36
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/