

Bericht zum ersten deutsch-französischen Doktorandenseminar 2019

Marcel Gehrung, M.Sc.*

Am 4. und 5. Juli 2019 fand das erste deutsch-französische Doktoranden-seminar in Straßburg statt. Das Seminar ist Teil einer Initiative des HERMES (Higher Education and Research in Management of European Universities) -Netzwerks zur Förderung von Promotionsstudenten. 1997 gegründet wurde HERMES auf Initiative der Ecole de Management Strasbourg geschaffen und am 31. März 2000 vom europäischen Parlament ratifiziert. Die 19 Partneruni-versitäten (aus 13 Ländern) des Netzwerks arbeiten darin eng zusammen, um Studienprogramme, Gastprofessuren und gemeinsame Forschungsprojekte zu fördern und zu koordinieren. Teil dieser Bestrebungen sind dabei auch Doppel-master-Programme, in denen bspw. Studenten der Universität Hohenheim den zweiten Teil ihres Masterstudiums an der Universität Pavia in Italien absolvieren können. Mit der Etablierung eines Doktorandenseminars soll nun auch die För-derung von Promotionsstudenten weiter vorangetrieben werden.

Von Prof. Dr. Hans-Jörg Tümmers und der EM Strasbourg organisiert fand dieses erste Seminar in der Villa Knopf in Straßburg statt. In dieser Villa, die sich im Botschaftsviertel Straßburgs neben viele andere Bauten aus der Wilhel-minischen Zeit reiht, präsentierten Doktoranden der Università di Pavia, der Technischen Universität Dresden, der Universität Hohenheim und der EM Strasbourg ihre aktuellen Forschungsprojekte.

Den Auftakt machte dabei Marcel Gehrung, Doktorand am Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen der Universität Hohenheim von Prof. Dr. Hans-Peter Burghof. In seiner Arbeit „*One Market to Rule Them All – How Financial Integration Influenced Inequality in the European Union*“¹ unter-sucht er den Einfluss der Integration der europäischen Finanzmärkte auf das Wirtschaftswachstum und die Einkommensungleichheit der Mitgliedsstaaten der EU. In der finanzwirtschaftlichen Forschung über den Zusammenhang zwi-

* Marcel Gehrung, M.Sc., wissenschaftlicher Mitarbeiter und Doktorand am Lehr-stuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen (510F) der Universität Hohenheim, Schwerzstraße 38, 70599 Stuttgart, E-Mail: marcel.gehrung@uni-hohenheim.de.

¹ Das Working Paper finden Sie unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3377180.

schen Finanzsystemen und wirtschaftlichem Wachstum ist oft die Frage nach der Richtung der Kausalität unklar. Bedingen Banken und die bessere Verfügbarkeit von Kapital und Krediten ein erhöhtes Wachstum, da Finanzierungsbarrieren abgebaut werden und eine effizientere Kapitalallokation entsteht („Supply-Leading“ Hypothese nach bspw. Galor/Zeira, 1993; Galor/Moav, 2004; oder Greenwood/Jovanovic, 1990), oder bedarf eine wachsende Wirtschaft mehr Finanzierung und Investitionen um dieses Wachstum zu unterstützen („Demand-Following“ Hypothese nach bspw. Robinson, 1952)?

Um dieser Fragestellung nachzugehen werden in der Literatur oft „natürliche“ Experimente genutzt. Bspw. die Deregulierung von Restriktionen bei Filialeröffnung von Banken über Bundesstaatsgrenzen hinweg in den 1970er Jahren in den USA oder der vermehrte Eintritt ausländischer Banken in den indischen Markt nach einer Zahlungsbilanzkrise bieten eine gute Möglichkeit für Forscher eine grundsätzliche Änderung auf den Finanzmärkten und deren Effekte zu untersuchen. Einer ähnlichen Methodik bedienen sich die Autoren auch hier. Die fortschreitende Integration der europäischen Märkte konstituiert ein weiteres solches „natürliches Experiment“. Mithilfe der Single Banking License ist es europäischen Banken seit 1993 möglich, ohne Hindernisse und Restriktionen ihre Dienstleistungen und Produkte auch in allen anderen Mitgliedsstaaten der Union anzubieten. Diese Gesetzesänderung stellt einen grundlegenden Wandel der Marktverhältnisse auf den europäischen Finanzmärkten dar und gibt Gelegenheit die Effekte finanzieller Integration genauer zu untersuchen. Mithilfe einer Difference-in-Difference-Analyse lassen sich auch mögliche Zweifel an der Richtung der Kausalität umgehen.

Die Ergebnisse zeigen, dass die europäische Integration das Wirtschaftswachstum in den Mitgliedsstaaten signifikant steigerte. Vor allem Länder mit einem unterdurchschnittlichen Wachstum profitieren von den neuen Bedingungen auf den Finanzmärkten. Bei der Analyse von Kennzahlen für die Ungleichheit zeigt sich, dass die Stichprobe aus Ländern mit relativ höherer Ungleichheit ihre Arbeitslosenquote senken können. Eine Interpretation hierfür ist, dass finanzielle Integration die Kreditvergabe an junge und neue Unternehmen ermöglicht, die dann auch mehr Leuten einen Arbeitsplatz ermöglichen. Eine Analyse der höchsten und niedrigsten 20% der Einkommensverteilung zeigt zudem, dass die unteren Einkommensschichten ihr Vermögen steigern konnten, während die Topverdienter etwas verloren. Zusammenfassend sieht man anhand dieser Ergebnisse also, dass neben den positiven Effekten für das Wirtschaftswachstum auch die Einkommensungleichheit durch finanzielle Integration reduziert werden kann.

Als Vertreter der EM Strasbourg präsentierte Francis Osei-Tutu vom Lehrstuhl von Prof. Dr. Laurent Weill seine Arbeit mit dem Titel „*How Language Shapes Risk-Taking Behavior of Banks*“. Die Autoren untersuchen hierin die

Effekte von Sprache auf das Risikoverhalten von Banken. Hierbei wird unterschieden wie zukunftsgerichtet Sprachen sind. Mit Bezug auf die Zukunft gibt es Sprachen, die den Sprecher dazu zwingen das Futur zu verwenden, wie bspw. im Englischen: „*It will/ is going to be cold tomorrow*“. In Sprachen wie dem Deutschen ist es aber auch möglich mit dem Präsens die Zukunft zu beschreiben, wie bspw. „*morgen ist es bewölkt*“. Solche Sprachen werden in der Literatur² als schwach zukunftsbezogen deklariert, während Sprachen wie das Englische oder Französische einen starken Zukunftsbezug haben. Solch ein starker Bezug lässt die Zukunft aber als weiter weg erscheinen und könnte dadurch auch die Risikowahrnehmung des Sprechers beeinflussen. In Ländern oder Regionen mit diesen Sprachen könnten daher Banken Risiken als distanzierter empfinden und so mehr Kredite an ihre Kunden vergeben, was aber auch das Risiko in ihrer Bilanz erhöht. Sprecher mit schwachem Zukunftsbezug sind im Gegensatz risikobewusster, was sich ebenfalls auf das Risikoverhalten von Banken auswirken sollte. Am Beispiel Frankreichs sieht man, dass die Verschuldung der privaten Haushalte wesentlich höher als in Deutschland ist, was auch für diese Theorie sprechen würde.

Mittels Daten von rund 1.400 Banken aus 82 Ländern in der Zeit von 2010 bis 2017 finden die Autoren Ergebnisse im Einklang mit ihrer postulierten Theorie. Banken aus Sprachregionen mit starkem Zukunftsbezug sind bereit, höhere Risiken in ihre Bücher zu nehmen, während sprachlich weniger zukunftsbezogene Banken eine konservativere Kreditvergabe pflegen. Die Autoren untersuchen zusätzliche Variablen zu unterschiedlichen kulturellen Charakteristiken, was die Ergebnisse aber nicht verändert.

Eine weitere Forschungsarbeit mit einem eher ungewöhnlichen Hintergrund folgte dann von Markus Merz vom Lehrstuhl für Bankwirtschaft der Universität Tübingen von Prof. Dr. Werner Neus. In seiner Arbeit „*Access to Banking and Its Value in Developed Countries: Evidence from the U.S. Marijuana Industry*“³ untersucht er die Finanzierung und Kreditbeschaffung einer sehr jungen Industrie in den USA, der Industrie für „Recreational Marijuana“.

Marihuana wird in immer mehr US-Bundesstaaten legalisiert oder bei medizinischem Bedarf freigegeben. Auf Bundesebene sind der Handel und Besitz aber weiterhin verboten, was es für Banken extrem schwer macht, diesen aufstrebenden Unternehmen Kredite und Finanzierung zu gewähren. Finanzinstitute operieren meist in mehreren Bundesstaaten, weshalb sie auch auf Bundesebene reguliert werden. Banken sind aber vor allem für die Finanzierung kleiner und mittelständischer Unternehmen äußerst wichtig. Während größere Unter-

² Für mehr Details siehe Chen, 2013.

³ Das Working Paper finden Sie unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2863000.

nehmen auch selbstständig Finanzierungsmittel an den Kapitalmärkten beschaffen können, sind kleinere Unternehmen fast ausschließlich von Banken abhängig. Zudem tragen kleine Firmen meist ein höheres Risiko und leiden durch ihre opake Informationsstruktur unter finanziellen Einschränkungen.

Die Arbeit ist dafür in zwei Teile geteilt. Zunächst analysieren die Autoren mögliche Überrenditen der Marihuana-Unternehmen zu verschiedenen Zeitpunkten der weiteren Lockerung der Gesetzgebung. Das erste Event war die Veröffentlichung einer neuen Richtlinie des Department of Justice and des Department of the Treasury's Financial Crime Enforcement Network, welche Klärung für Banken und andere auf Bundesebene operierende Institutionen schaffen sollte. Laut dieser Richtlinie sollte es Banken erlaubt werden, auch Firmen der Marihuanaindustrie als Kunden zu akzeptieren.

Das zweite Event ist ein Urteil des Richters R. Brooke Jackson des *U.S. District Court* in Denver, der allerdings konträr zur zuvor veröffentlichten Richtlinie, weiterhin auf den bestehenden Bundesgesetzen beharrte und Bankbeziehungen zu Marihuana-Unternehmen untersagt.

Für das erste, positive, Event zeigen sich in den empirischen Ergebnissen die erwarteten Überrenditen der genannten Unternehmen relativ zum restlichen Markt. Die jungen Firmen der Marihuanaindustrie scheinen daher wirklich unter den mangelnden Möglichkeiten der Finanzierung zu leiden und reagieren positive auf Neuigkeiten, die eine Lockerung der Regulierung in Aussicht stellen. Ebenfalls entsprechend der Erwartungen reagieren die Firmen mit negativen Renditen nach der Rechtsprechung aus Denver. Interessant ist hier, dass sich vor dem eigentlichen Event positive Renditen einstellten, die dann ins Negative umschwenkten. Dies verdeutlicht, dass die Unternehmen auf eine verbesserte Finanzierungssituation hofften, dann allerdings enttäuscht wurden.

Der zweite Teil der Arbeit ist eine Umfrage unter den jungen Unternehmern der Industrie. Die Teilnehmer einer großen Fachmesse in den USA wurden hierfür zu den Auswirkungen der mangelnden Banktransaktionen und -beziehungen befragt. Die Umfrage ergab dabei zunächst, dass die meisten Transaktionen im Marihuana-Geschäft bar oder per Scheck getätigt werden. Auch bei Transaktionen mit Zulieferern verlassen sich die Unternehmer meistens auf Schecks, während Banktransaktionen keine oder eine nur sehr untergeordnete Rolle spielen. Dies ist wenig verwunderlich, da eine Mehrheit der Befragten angab, dass sie für ihre Unternehmen über kein Bankkonto verfügen.

Auf die Frage welche Vorteile eine Bankbeziehung bringen würde antwortet die Mehrheit der Befragten mit einer wesentlichen Reduzierung des Risikos im Tagesgeschäft. Gerade bei der Bezahlung von Steuern würden die Dienstleistungen und die Beratung einer Bank enorme Vorteile bringen. Ein Befragter erzählt von Zuständen wie im wilden Westen. Um seine Steuern zu zahlen, muss er je-

des Mal mit einer Tasche voll Bargeld zum Büro der Steuerbehörden fahren, dort ein sechsstöckiges Parkhaus benutzen, bevor er die letzten fünfhundert Meter durch eine Obdachlosensiedlung laufen muss. Der Kämmerer des Staates Kalifornien hat schon die Empfehlung ausgesprochen, dass die Unternehmer sich gepanzerte Fahrzeuge für solche Botengänge mieten sollten. Das Risiko, wie einst eine Postkutsche, überfallen zu werden, würde sich durch den Zugang zu einem Bankkonto erheblich reduzieren. Auch die allgemeine Effizienz der Unternehmen würde erheblich gesteigert werden, wenn Transaktionen standardisiert durch Banken durchgeführt würden.

Für die Finanzierung ihrer Unternehmen nutzen die meisten Befragten interne Quellen, wie Freunde und Verwandte oder das eigene Vermögen, was natürlich zu einer ineffizienten Investitionslage führt. So gegeben auch viele Befragten an, dass sie neben einem Bankkonto zur Abwicklung ihrer täglichen Transaktionen vor allem von Krediten und einem verbesserten Zugang zu Finanzierungskapital profitieren würden.

Diese Arbeit zeigt also anhand einer völlig neuen und aufstrebenden Industrie die Wichtigkeit von Banken für die Finanzierung vor allem kleiner Unternehmen. Auch in einer sehr gut entwickelten Wirtschaft, wie der der USA, sollte der Anteil von Banken an der Finanzierung von Unternehmen also nicht unterschätzt werden. Gerade mit Blick auf den deutschen Mittelstand und die zunehmende Konsolidierung der regionalen Sparkassen und Volksbanken, hat diese Arbeit große Implikationen für die zukünftige Regulierung des Bankensektors und mögliche Einbußen beim Wachstum junger Industrien.

Als weiterer Vertreter der Universität Hohenheim präsentierte Manuel Kathan vom Lehrstuhl für Unternehmensfinanzierung von Prof. Dr. Tereza Tykrová seine Arbeit mit dem Titel „*Are Private Equity Investments Bad News for Peers?*“. Er untersucht in dieser Arbeit die Wertschöpfung von Private Equity Investments für Konkurrenzunternehmen in der jeweiligen Zielindustrie. Der Ankündigungen von Private Equity Investments beeinflusst natürlich zunächst den Wert des Unternehmens selbst (erhöhte Effizienz, bessere Corporate Governance und bessere Kapitalstruktur), hat aber auch Einfluss auf die Bewertung ähnlicher Unternehmen in der jeweiligen Industrie (erhöhter Output und wachsende Beschäftigung). Die Ankündigung solcher Investments beeinflussen andere Unternehmen im Markt natürlich zunächst durch eine Änderung des Wettbewerbsumfelds, aber auch durch neue Informationen, die in den Markt gelangen. Eine Investition in die Zielfirma stärkt diese und schwächt dadurch die Position der Konkurrenzunternehmen, während Informationen über solche Investitionen auch möglicherweise eine höhere Qualität der Zielfirma im Vergleich zu anderen Unternehmen oder private Informationen der Private Equity-Fonds signalisieren. Diese beiden Kanäle versuchen die Autoren zu trennen und genauer zu untersuchen.

Anhand einer Stichprobe von US-amerikanischen Buyouts werden die Renditen von Unternehmen aus Industrien, in denen eine Private Equity Investition angekündigt wurde, die aber selbst nicht das Ziel dieser Investition waren, mit denen des restlichen Markts verglichen.

Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass Unternehmen, in deren Konkurrenz ein Private Equity Buyout angekündigt wurde negative Renditen im Vergleich zum Marktumfeld erzielen. Zusätzlich nutzten die Autoren zwei Änderungen in der Regulierung um die Effekte durch eine Änderung im Wettbewerb und durch neue Informationen am Markt zu unterscheiden. Zunächst wurde eine Reduzierung von Importzöllen als Indikator eines sich ändernden Wettbewerbs verwendet, während die Schließung von Brokeragenturen eine Reduktion von Analysen und Marktberichten mit sich brachten und dadurch ein neues Informationsumfeld beschreiben. Auch in diesen quasi-experimentellen Regressionen bleibt der negative Effekt von Private Equity-Ankündigungen auf Konkurrenzunternehmen bestehen. Wie von den Autoren erwartet sind der erhöhte Konkurrenzdruck und mögliche positive oder unbekannte Informationen über das Zielunternehmen die Ursachen für diese Effekte.

Das Seminar am zweiten Tag beschließen durfte dann Hava Orkut vom *Laboratoire de recherche en gestion et économie* (LaRGE) der EM Strasbourg und ihrer Arbeit „*MiFID questionnaire answers and stock market participation*“. Die Autoren nutzen hierbei die Antworten der Kunden auf MiFID-Fragebögen einer großen europäischen Geschäftsbank um die Teilnahme der Kunden am Aktienmarkt zu bestimmen und zu analysieren. Die *Markets in Financial Instruments Directive*, kurz MiFID, wurde von der europäischen Union etabliert um die europäischen Finanzmärkte wettbewerbsfähiger zu machen und den Schutz der Investoren zu vereinheitlichen. Jede Bank muss eine Befragung entsprechend dieser Direktive durchführen bevor Sie ihren Kunden Dienstleistungen auf den Aktienmärkten anbieten können, oder Kaufordern ausführen dürfen. Die Fragebögen sollen dabei das Wissen über Finanzmärkte und -produkte, sowie die Risikoneigung der Kunden bestimmen, um diesen nur Produkte anzubieten, die sie auch verstehen und richtig anwenden können.

Anhand dieser Daten können die Autoren ein Bild über die ausdrücklich genannten Charakteristiken der Kunden gewinnen. Außerdem ermöglichen es die Daten die Einstellungen der Kunden zu Gewinnen und Verlusten und die daraus folgenden Investitionsentscheidungen innerhalb eines regulatorischen Rahmens zu erfassen.

Die Auswertung der Fragebögen ergibt dabei, dass eine höhere Risikotoleranz und Bereitschaft auch während eines Kursverfalls Finanzprodukte noch zu halten, die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass ein Kunde selbstständig Aktien in seinem Portfolio hält. Besitzer von Aktien sind außerdem meist männlich, älter, ohne Migrationshintergrund und wohnhaft in Metropolregionen. Angestellte

sind seltener Teilnehmer auf dem Kapitalmarkt, während Selbstständige und Anleger im Ruhestand eher Wertpapiere halten.

Neben diesen Vorträgen folgten noch weitere Präsentationen unter anderem zu Verbindungen von Märkten für Kryptowährungen, analysiert mit Vector Error Correction-Modellen von Paolo Pagnotoni von der Universität Pavia, zu Kreditrisiko und der Glaubwürdigkeitstheorie bei Versicherungen von Anne Stumpf von der TU Dresden oder zur Cart-Analyse von Investmentfonds von Paul Felix Reiter von der TU Dresden.

Außerdem bestand natürlich nebenbei noch die Gelegenheit die wunderschöne mittelalterliche Altstadt Straßburgs und das Straßburger Münster zu besichtigen, sowie die Gelegenheit in einer Winstub das traditionelle elsässische Essen zu genießen.

Literatur

- Chen, M. K.* (2013): The effect of language on economic behavior: Evidence from savings rates, health behaviors, and retirement assets. *American Economic Review* 103.2 (2013), pp. 690–731.
- Galor, O./Moav, O.* (2004): From Physical to Human Capital Accumulation: Inequality and the Process of Development, *The Review of Economic Studies* 71 (4), pp. 1001–1026.
- Galor, O./Zeira, J.* (1993): Income Distribution and Macroeconomics, *The Review of Economic Studies* 60 (1), pp. 35–52.
- Greenwood, J./Jovanovic, B.* (1990): Financial Development, Growth, and the Distribution of Income, *Journal of Political Economy* 98 (5), pp. 1076–1107.
- Robinson, J.* (1952): *The Rate of Interest and Other Essays*, Macmillan, London.