

Die EFA-Jahrestagung 2019 in Carcavelos, Portugal, und die Relevanz von Ökologithemen im Zeitverlauf

Wolfgang Breuer*

I. Überblick

Vom 21. bis 24. August 2019 fand die 46. Jahrestagung der European Finance Association (EFA) in der Nova School of Business & Economics in Carcavelos und damit zum zweiten Mal nach 1992 in Portugal statt. Als Keynote Speaker konnte Professor *Andrei Shleifer* von der Harvard University gewonnen werden.

Ähnlich wie im Vorjahr wurden von ca. 1.900 eingereichten Aufsätzen 243 zur Präsentation zugelassen. Folglich bewegt sich die Annahmequote weiterhin mit ca. 13,50 % auf dem üblichen niedrigen Niveau. *Tabelle 1* stellt die Entwicklung seit 2011 im Detail vor.

An den auf der Tagung vorgestellten 243 Aufsätzen wirkten insgesamt 645 Wissenschaftler mit, wobei an 27 Aufsätzen 40 Autoren von 13 Hochschulen und Institutionen mit Sitz in Deutschland beteiligt waren. Die Quote von $27/243 = 11,11\%$ liegt deutlich über dem seit 2011 realisierten bisherigen Durchschnitt von 9,81 %.

Gemessen an der Anzahl der Downloads im Social Science Research Network (SSRN; Stichtag: 15.10.2019) waren die drei erfolgreichsten Beiträge mit deutscher Beteiligung:

1. *Hoepner, A. G. F.* (University College Dublin)/*Oikonomou, I.* (Henley Business School)/*Sautner, Z.* (Frankfurt School of Finance and Management)/*Starks, L. T.* (University of Texas at Austin)/*Zhou, X. Y.* (University of Oxford): ESG Shareholder Engagement and Downside Risk, 1.433 Downloads, Gesamtrang 2.

2. *Berg, T.* (Frankfurt School of Finance and Management)/*Saunders, A.* (New York University)/*Schäfer, L.* (Frankfurt School of Finance and Management)/*Steffen, S.* (Frankfurt School of Finance and Management): „Brexit“ and the Contraction of Syndicated Lending, 518 Downloads, Gesamtrang 16.

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

3. *Elliot, M.* (University of Cambridge)/*Hazell, J.* (Massachusetts Institute of Technology)/*Co-Pierre, G.* (Deutsche Bundesbank): Systemic Risk-Shifting in Financial Networks, 470 Downloads, Gesamttrang 19.

Dies ergibt eine Gesamtdownloadzahl von 2.421 bei einer Durchschnittsplatzierung von 12,33, was das zweitbeste Resultat seit 2011 darstellt (vgl. erneut *Tabelle 1*). Die für die Jahre 2011 bis 2018 ausgewiesenen Downloadzahlen beruhen dabei auf dem Stand aus der ersten Oktoberhälfte des jeweiligen Jahres. Allgemein sind von der Tagung in Carcavelos über SSRN 174 der insgesamt 243 angenommenen Aufsätze zum Download verfügbar. Die Quote von 71,60 % liegt spürbar über dem seit 2011 bislang erzielten Durchschnitt von 66,11 %, Entsprechendes gilt für die Gesamtzahl der Downloads mit 36.372 (bis zum 15.10.2019), während die Zahl der Downloads pro Papier mit 209 im Rückblick bis 2011 nur unterdurchschnittlich ist.

In *Tabelle 2* sind die Anteile von Autoren ausgewählter Herkunftsländer über die Jahre 2011 bis 2019 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. Bei mehreren genannten Orten für einen Autor wurde jeweils bloß der erste aus der Liste berücksichtigt. Des Weiteren wurde jeder Autor 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). Deutschland erreicht einen eher mäßigen Wert von 5,8 %. Die Wahrscheinlichkeit dürfte groß sein, in den nächsten Jahren von China abgehängt zu werden. Nichtsdestotrotz belegt Deutschland wie stets seit 2016 den dritten Platz. Aber auch die Plätze 1 und 2 gehen mit den USA und Großbritannien an die „üblichen Verdächtigen“. Insbesondere die permanent hohe Präsenz der USA auf den EFA-Tagungen mit Anteilen stets nahe unter oder über 50 % dürfte ursächlich für das sehr kompetitive Einreichungsverfahren der EFA-Konferenzen sein.

In der *Tabelle 3* ist die Relevanz einzelner Themengebiete der EFA-Tagung 2019 gemäß der jeweiligen Zahl angenommener Manuskripte und den zugehörigen Downloadwerten dargestellt. Dabei wurde die Klassifikation gemäß der aktuellen EFA-Tagung übernommen. Bemerkenswert im Vergleich zu vorhergehenden Jahrestagungen ist die recht große Bedeutung des Bereichs „Household Finance“ und die weitgehende Marginalisierung des klassischen Gebiets „Corporate Finance and Governance, Theory“, wobei freilich die generelle Dominanz empirischer Arbeiten ein persistentes Phänomen der EFA-Tagungen der letzten Jahre ist. Dies zeigt sich auch im aktuellen Jahr an den ersten drei Plätzen, die an die großen finanzwirtschaftlichen Themenfelder in ihrer empirischen Dimension gehen. Tatsächlich gilt dies noch umso mehr, wenn man beachtet, dass auch die unter dem Special Track „European Central Bank“ ausgewiesenen Beiträge von ihrer thematischen Ausrichtung her zum Gebiet „Financial Intermediation and Institutions, Empirical“ gerechnet werden können.

Tabelle 1
Ausgewählte Kennzahlen im Jahresvergleich 2011 bis 2019

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Einreichungen</i>	1.600	1.600	1.713	1.700	1.700	1.853	1.800	1.900	1.900
<i>Annahmen</i>	201	216	240	267	240	243	222	243	243
<i>Annahmquote</i>	12,56 %	13,50 %	14,01 %	15,71 %	14,12 %	13,11 %	12,33 %	13,50 %	13,50 %
<i>„Deutsche“ Aufsätze</i>	18	21	19	30	18	29	27	22	27
<i>Quote Deutschland</i>	8,96 %	9,72 %	7,92 %	11,24 %	7,50 %	11,93 %	12,16 %	9,05 %	11,11 %
<i>Downloads gesamt</i>	25.879	32.936	30.109	31.923	32.613	35.454	34.523	44.646	36.372
<i>Über SSRN verfügbar</i>	112	170	163	181	145	144	148	176	174
<i>Rel. Verfügbarkeit</i>	55,72 %	78,70 %	67,92 %	67,79 %	60,42 %	59,26 %	66,67 %	72,43 %	71,60 %
<i>Downloads pro Papier</i>	231	194	185	176	225	246	233	254	209
<i>Downloads deutsche Top 3</i>	1.463	1.074	1.424	1.607	685	1.236	1.729	2.213	2.421
<i>Platzierung deutsche Top 3</i>	14,33	26,67	13,67	11	47,67	15	15,67	13,33	12,33
<i>Downloads Top 7</i>	5.988	6.880	7.095	6.445	7.328	9.313	8.370	10.173	8.498
<i>Anteil Downloads Top 7</i>	23,14 %	20,89 %	23,56 %	20,19 %	20,19 %	26,27 %	24,24 %	22,79 %	23,36 %

Tabelle 2
Anteile von Autoren nach Herkunftsländern

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
USA	49,5 %	49,9 %	53,0 %	42,0 %	44,0 %	40,2 %	43,0 %	49,3 %	51,7 %
Großbritannien	8,4 %	7,6 %	11,5 %	12,3 %	11,2 %	9,7 %	9,5 %	10,2 %	11,0 %
Deutschland	5,9 %	7,0 %	5,2 %	7,2 %	5,3 %	7,9 %	8,1 %	6,0 %	5,8 %
China	1,7 %	3,2 %	2,5 %	3,5 %	4,2 %	3,6 %	5,7 %	3,0 %	5,7 %
Kanada	3,4 %	4,4 %	3,5 %	4,0 %	6,8 %	4,3 %	6,9 %	3,6 %	3,8 %
Frankreich	4,2 %	4,6 %	3,0 %	4,8 %	4,8 %	4,7 %	2,1 %	5,5 %	3,7 %
Schweiz	4,6 %	5,1 %	6,3 %	7,2 %	2,8 %	4,8 %	3,5 %	3,6 %	3,5 %
Niederlande	6,0 %	4,3 %	4,0 %	2,5 %	4,7 %	4,8 %	2,5 %	2,9 %	3,1 %
Schweden	1,6 %	1,8 %	0,8 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %	3,3 %	1,4 %	1,6 %
Australien	2,0 %	0,7 %	0,7 %	2,0 %	3,2 %	2,7 %	2,6 %	2,0 %	1,3 %
Portugal	0,0 %	0,0 %	0,7 %	0,8 %	1,4 %	1,0 %	0,4 %	0,5 %	1,2 %
Italien	3,2 %	2,5 %	0,9 %	2,8 %	0,9 %	2,3 %	2,0 %	2,6 %	1,1 %

Tabelle 3
SSRN-Downloads und Tagungsbeiträge je Themengebiet

	<i>Anzahl Down- loads</i>	<i>Anteil Down- loads</i>	<i>Anzahl Tagungs- beiträge</i>	<i>Anteil Tagungs- beiträge</i>
<i>Corporate Fin. and Gov., Empirical</i>	9.696	26,66%	57	23,46%
<i>Asset Pricing, Empirical</i>	6.439	17,70%	36	14,81%
<i>Financial Interm. and Instit., Empirical</i>	6.043	16,61%	51	20,99%
<i>Household Finance</i>	3.689	10,14%	18	7,41%
<i>Asset Pricing, Theory</i>	2.873	7,90%	18	7,41%
<i>European Central Bank</i>	1.871	5,14%	3	1,23%
<i>Market Microstructure</i>	1.377	3,79%	15	6,17%
<i>Financial Interm. and Inst., Theory</i>	1.134	3,12%	15	6,17%
<i>Behavioral Finance</i>	918	2,52%	6	2,47%
<i>Corporate Fin. and Gov., Theory</i>	804	2,21%	12	4,94%
<i>International Finance</i>	672	1,85%	6	2,47%
<i>Norges Bank Investment Management</i>	471	1,29%	3	1,23%
<i>Bank of International Settlements</i>	385	1,06%	3	1,23%
<i>Gesamt</i>	36.372	100%	243	100%

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

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. 23,36 % aller Downloads entfallen insgesamt auf diese Top 7, was sich leicht über dem seit 2011 beobachtbaren Durchschnitt bewegt. Im Weiteren werden die Top 7 nach Gesamtdownloadzahlen kurz im Detail präsentiert.

Platz 1: Predictably Unequal? The Effects of Machine Learning on Credit Markets. Von *Andreas Fuster*, *Paul Goldsmith-Pinkham*, *Tarun Ramadorai* und *Ansgar Walther* (1.781 Downloads, Platz 2 nach Downloads pro Tag).

Ausgangspunkt der Betrachtung ist das Problem, die Kreditwürdigkeit von potentiellen Schuldnern vor Kreditvergabe zu ermitteln. Es leuchtet unmittelbar ein, dass überlegene statistische Verfahren, die zu präziseren Vorhersagen führen, eine stärkere Differenzierung der Bonitätseinschätzung über die Grundgesamtheit bedingen und dadurch Gewinner und Verlierer der verbesserten Kreditwürdigkeitsprüfung zur Folge haben. Die genauere Schätzung kann sich zum einen durch eine größere funktionale Vielfalt der betrachteten Schätzer ergeben, wenn also etwa statt eines einfachen linearen ein quadratischer Zusammenhang zwischen beobachteter unabhängiger Variablen und der zu schätzenden abhängigen Variablen berücksichtigt wird. Zum anderen ermöglichen allgemeinere funktionale Zusammenhänge aber auch die „Triangulation“ von Variablen, deren Einsatz zu Zwecken etwa der Differenzierung von Kreditkonditionen verboten ist oder zumindest als ethisch verwerflich angesehen wird (beispielsweise ethnische Zugehörigkeit und Geschlecht). Die Autoren untersuchen diese Aspekte mittels einer Stichprobe von ca. 10 Millionen US-amerikanischen Hypothekenkrediten aus den Jahren 2009 bis 2013 und belegen auf diese Weise, dass der Einsatz fortgeschrittener statistischer Technologien zwar auch zu höheren Akzeptanzraten für Schwarze und weiße Hispanier führt, dass aber die Streuung bzgl. der Bonitätseinschätzung in diesen Teilgruppen deutlich gegenüber derjenigen für weiße Nicht-Hispanier gesteigert ist. Die Differenzierungen gehen nach Aussage der Autoren damit nicht primär auf Triangulationen ethnischer Daten, sondern auf Ausnutzung der größeren funktionalen Flexibilität zurück.

Platz 2: ESG Shareholder Engagement and Downside Risk. Von *Andreas G. F. Hoepner, Ioannis Oikonomou, Zacharias Sautner, Laura T. Starks und Xiao Y. Zhou* (1.433 Downloads, Platz 8 nach Downloads pro Tag).

Die Autoren präsentieren eine empirische Studie, die auf einem proprietären Datensatz beruht, der von einem großen institutionellen Investor mit mehr als 500 Mrd. US-\$ Portfoliowert stammt. Besagter Investor legt besonderen Wert auf Engagements im Bereich Corporate Social Responsibility. Dabei liegen Informationen zu 1.712 Interventionen dieses Investors bei 573 Portfoliounternehmen während der Zeit von 2005 bis 2018 vor. Im Zusammenhang mit diesen Interventionen werden vier Meilensteine unterschieden: (1) Der Investor artikuliert seine Bedenken im Zusammenhang mit CSR-Fragen. (2) Das Portfoliounternehmen erkennt Probleme im CSR-Bereich an. (3) Das Portfoliounternehmen ergreift Maßnahmen zur Problemlösung. (4) Der Investor sieht das identifizierte Problem als gelöst an. Es zeigt sich, dass bzgl. der Gesamtstichprobe Interventionen des Investors nicht zur Reduktion des mit den Aktien der Portfoliounternehmen verbundenen Downside-Risikos beitragen. Bei Beschränkung der Betrachtung auf Meilensteine der Kategorie (2) oder höher hingegen lässt sich ein signifikanter Effekt feststellen. Konkret ergibt sich bei bloßer Betrachtung der Vorgänge mit erreichten Meilensteinen (3) und (4) eine Reduktion des

Downside-Risikos um ca. 41,9 % im Vergleich zur Situation vor der Intervention (relativ zu einer Kontrollgruppe). Besonders große risikoreduzierende Wirkung entfalten dabei Interventionen mit ökologischem Bezug (primär im Zusammenhang mit Problemen des Klimawandels).

Platz 3: News Momentum. Von *Hao Jiang, Sophia Zhengzi Li und Hao Wang* (1.433 Downloads, Platz 17 nach Downloads pro Tag).

Hierbei handelt es sich um eine empirische Studie, die sämtliche Aktien umfasst, die an der New York Stock Exchange (NYSE), der National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) und der American Stock Exchange (AMEX) zwischen März 2000 und Oktober 2012 gehandelt worden sind, sofern zu diesen wenigstens eine über Dow Jones News Wire verbreitete Nachricht vorliegt. Aktienkurse werden im 15-Minuten-Takt erfasst, und es wird geprüft, wie diese auf veröffentlichte Nachrichten reagieren. Die Renditen der betrachteten Aktien werden in einen nachrichtengetriebenen und einen nicht nachrichtengetriebenen Teil zerlegt. Es zeigt sich, dass durch Kauf (Verkauf) von Aktien, die besonders stark (wenig) auf Nachrichten reagieren, eine auf den Monat bezogene Rendite von 3,34 % innerhalb der nächsten Woche erzielt werden kann, sich also erfolgreich eine Momentum-Strategie etablieren lässt. Ursachen hierfür sind zum einen ein „Unaufmerksamkeitsbias“ als Ausdruck beschränkter Rationalität und eine gewisse Trägheit bei der Anpassung der Erwartungen der Marktteilnehmer, wobei sich freilich die Frage stellt, inwiefern sich diese beiden Aspekte wirklich sauber trennen lassen.

Platz 4: Inspecting the Mechanism of Quantitative Easing in the Euro Area. Von *Ralph S. J. Koijen, François Koulischer, Benoît Nguyen und Motohiro Yogo* (1.389 Downloads, Platz 11 nach Downloads pro Tag).

Am 22. Januar 2015 verkündete die EZB den Beginn eines großangelegten Anleiherückkaufprogramms, durch das die jährliche Inflationsrate in der Eurozone nahe unter 2 % gehalten werden sollte. Beginnend mit März 2015 sollten bis September 2016 je Monat für 60 Mrd. EUR Anleihen gekauft werden. Die Laufzeit des Programms wurde mehrere Male verlängert. Mit Hilfe eines neuen Datensatzes, der aus den „Securities Holding Statistics“ der EU stammt, ist es den Autoren möglich, auf Wertpapiererebene Portfolios von Investoren aus der Eurozone zu erfassen. Die Daten werden quartalsweise aufbereitet und liegen für die Studie im Zeitraum von 4/2013 bis 4/2017 vor. Im Rahmen detaillierter empirischer Analysen können die folgenden Erkenntnisse gewonnen werden: (1) Institutionen in „verwundbaren“ Ländern (Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien und Zypern) haben einen stärker ausgeprägten „Home Bias“ als Institutionen in den übrigen Ländern. (2) Der auswärtige Sektor beteiligt sich stärker durch Verkäufe am Rückkaufprogramm der EZB als einheimische Institutionen. (3) Es gibt keinen Anhaltspunkt für größere Risikokonzentrationen oder Portfolioumschichtungen infolge des Rückkaufprogramms. (4) Als

Konsequenz des Rückkaufprogramms reduzieren sich Erträge auf die jeweiligen Anleihen im Schnitt um 47 Basispunkte mit einer Streuung von 28 bis 57 Basispunkten. (5) Die Hauptnutznießer des Rückkaufprogramms stammen aus nicht-verwundbaren Ländern (ungefähr dreimal so hohe positive Werteffekte wie für die Investoren aus verwundbaren Ländern).

Platz 5: Hedging Risk Factors Von *Bernard Herskovic, Alan Moreira* und *Tyler Muir* (992 Downloads, Platz 5 nach Downloads pro Tag).

Die Autoren starten mit einer Betrachtung des Marktportfolios und zeigen, dass dessen Wertentwicklung in beträchtlichem Umfang von Konjunktуреinflüssen abhängt. Sodann verknüpfen sie das Marktportfolio mit einem Hedgeportfolio, das gegen Schwankungen im makroökonomischen Bereich absichert, und stellen fest, dass sich dadurch kaum Kosten in Form reduzierter erwarteter Erträge ergeben. Eine Implikation aus diesem Ergebnis ist, dass sich Erklärungen für die Marktrisikoprämie jedenfalls nicht nur auf konjunkturbezogene Unsicherheiten stützen können. Entsprechende geringe Kosten ergeben sich im Zusammenhang mit dem Hedging der aus den gängigen Ad-hoc-Mehrfaktorenmodellen bekannten Risikofaktoren (wie etwa eines Markt-zu-Buchwertfaktors). Als Konsequenz hieraus können im Rahmen der üblichen Mehr-Faktoren-Modelle positive Alpha-Werte erzielt werden.

Platz 6: The Externalities of Corruption: Evidence from Entrepreneurial Activity in China. Von *Mariassunta Giannetti, Guanmin Liao, Jiaxing You* und *Xianoyun Yu* (750 Downloads, Platz 36 nach Downloads pro Tag).

Basierend auf einem sehr großen Sample, das mehr als 2,5 Mill. Unternehmensjahre aus 47 Branchen und 31 Provinzen über einen Zeitraum von 2006 bis 2014 umfasst, werden die Folgen einer Anti-Korruptionskampagne in China im Jahr 2012 als eines exogenen Schocks untersucht. Das Korruptionsniveau in den verschiedenen Provinzen vor den ergriffenen Anti-Korruptionsmaßnahmen wird über den Posten der „Entertainment Expenses“ („Bewertungskosten“) in chinesischen GuV-Rechnungen erfasst, der stark mit dem Ausmaß unternehmerischer Korruptionshandlungen korreliert. A priori sind zwei mögliche Konsequenzen von Korruption denkbar. Korruption kann als Öl im Getriebe wirken, weil es auf einfache Weise ermöglicht, bürokratische Hemmnisse zu überwinden. Es kann aber auch eher die Wirkung von Sand im Getriebe haben, wenn es einigen wenigen Unternehmen die Erlangung von Vorteilen auf Kosten anderer eröffnet und dadurch optimale Faktorallokationen behindert werden. Insgesamt zeigt sich eindeutig, dass der letztgenannte Zusammenhang empirisch vorherrscht. Die Antikorruptionskampagne führt zu einer verbesserten Performance insbesondere von kleineren Unternehmen über einen Anstieg der Umsätze, eine Erleichterung des Zugangs zu Fremdkapital und eine Reduktion der Fremdkapitalkosten.

Platz 7: Bitcoin as Decentralized Money: Prices, Mining, and Network Security. Von *Emiliano S. Pagnotta* (720 Downloads, Platz 4 nach Downloads pro Tag).

Die in den letzten Jahren rasant gewachsene Bedeutung von Kryptowährungen wie des Bitcoin und die Frage nach den Ursachen für Niveau und Volatilität der beobachtbaren Preisentwicklungen solcher Währungen bildet den Ausgangspunkt dieser theoretischen Analyse, die Gleichgewichtspreise und das Ausmaß der Netzwerksicherheit simultan auf Basis dreier Bedingungen herleitet: 1) Alle Anleger wählen ihr Engagement in der Kryptowährung derart, dass sie ihren intertemporalen Nutzen maximieren, 2) die sogenannten Miners, die die Transaktionen in den Kryptowährungen validieren, werden durch Einheiten der Kryptowährung vergütet und richten danach ihr Verhalten aus und 3) alle Märkte werden geräumt. Die Kryptowährung nimmt damit zugleich eine Transaktions- und eine Anreizfunktion wahr, wodurch die Bedingungen 1) und 2) miteinander verbunden werden. Der Autor spricht in diesem Zusammenhang von der „Einheitseigenschaft“. Vor diesem Hintergrund werden vielfältige Detailresultate hergeleitet. Unter anderem wird auch gezeigt, dass selbst im Fall einer Kryptowährung ohne jegliche Transaktionsfunktion eine Blasenbildung im Gleichgewicht möglich ist. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine solche Blase platzt, erweist sich dabei als fallende Funktion des Preises der Kryptowährung.

Wie fast immer in den letzten Jahren handelt es sich bei den Top 7 wieder um eine bunte Mischung. Auffällig ist indes, dass klassische Themen wie etwa aus dem Bereich „Corporate Finance“ gar keine Rolle spielen. Was die „Community“ interessiert, sind insbesondere technologiegetriebene Fragen (Plätze 2 und 7) sowie CSR-Aspekte (Themen 3 und 6), auch wirkt immer noch die Finanzkrise nach (Thema 4). Dieses Erstarken von (traditionell) Nicht-Standard-Themen geht so weit, dass man sich zuweilen fragen kann, inwiefern hier überhaupt noch ein (ausreichender) Finance-Bezug gegeben ist (Thema 6). Vor diesem Hintergrund soll ein spezieller thematischer Bereich im folgenden Abschnitt exemplarisch näher behandelt werden.

III. Ökologische Themen auf den EFA-Tagungen

Die Finanzwirtschaft wird für gewöhnlich als eher „hartes“ Teilgebiet der Betriebswirtschaftslehre aufgefasst. Ursächlich hierfür sind zum einen die aus der Natur der Sache heraus resultierende ausgeprägte Relevanz monetärer Größen und zum anderen die nach wie vor relativ hohe Bedeutung neoklassischen Gedankenguts etwa im Rahmen arbitrage-theoretischer Betrachtungen. Insofern herrscht hier ein gewisser inhaltlicher und konzeptioneller Konservatismus vor. Dies bedeutet, dass es der Finanzwirtschaft generell schwerfällt, sich mit Nicht-Standard-Themen aus den Randbereichen der Wirtschaftswissenschaften zu befassen. Zweifellos ist dies ein etwas überspitztes Urteil, aber als Indiz mag gelten,

welche Rolle etwa umweltbezogene Themen auf den EFA-Jahrestagungen seit 2009, also in den letzten zehn Jahren, gespielt haben.

Tatsächlich lassen sich für die neun Jahre 2009 bis 2017 nur insgesamt zehn Papiere mit einem dezidierten Ökologiebezug finden (Papiere mit allgemeinem Schwerpunkt in Corporate Social Responsibility nicht eingerechnet). Erst in den Jahren 2018 und 2019 wird die Situation ein wenig günstiger, da hier insgesamt acht weitere Aufsätze identifiziert werden können (drei für das Jahr 2018, fünf für das Jahr 2019). Die entsprechenden Papiere mit ihren Downloadzahlen zum Stichtag im Oktober 2018 bzw. 2019 und ihrem Rang nach Downloads innerhalb der über SSRN bei den EFA-Jahrestagungen 2018 bzw. 2019 jeweils verfügbaren Konferenzbeiträge sind in *Tabelle 4* dargestellt.

Versucht man, diese acht Aufsätze inhaltlich zu systematisieren, so behandeln die meisten Aspekte des Klimawandels. Beispielsweise führt der Klimawandel zu höheren Temperaturen und zu größeren Temperaturschwankungen, was sich auf die Ertragslage von Unternehmen auswirken kann, weswegen sich gemäß Papier (8) aus *Tabelle 4* die Frage stellt, inwiefern dies in den Preisen am Kapitalmarkt berücksichtigt wird. Preisrelevant insbesondere für Immobilien sind ansteigende Meeresspiegel (Papier (1), und selbst klimapolitische Maßnahmen werden auf die Bewertung von Unternehmen Einfluss nehmen, weswegen man ein „CO₂-Beta“ als Risikofaktor zur Bewertung von Unternehmensexposures im Hinblick auf derlei Maßnahmen zur Reduktion des CO₂-Ausstoßes postulieren kann (Papier (2)). Dass Lockerungen klimapolitischer Ziele (etwa in den USA als Folge des Trump-Wahlsiegs 2016) zumindest kurzfristig traditionellen CO₂-intensiven Branchen zugutekommen, dürfte nicht allzu sehr überraschen; auf den ersten Blick irritierend ist aber der Befund aus Papier (6), dass auch „grüne“ Branchen davon profitieren können. Ein möglicher Grund könnte sein, dass die letztgenannten Branchen wegen der aktuellen staatlichen Versäumnisse in der Klimapolitik auf Dauer dann umso mehr an Bedeutung gewinnen. Überhaupt stellt sich aber auch die Frage, wie Unternehmen auf staatliche Regulierungsmaßnahmen im Umweltbereich reagieren. So wird in Papier (7) gezeigt, dass Unternehmen sehr wohl zu Ausweichhandlungen neigen, wenn man auf diese Weise regulatorischen Restriktionen entgehen kann, und eine Reduktion der Haftung von Muttergesellschaften für Handlungen ihrer Tochterunternehmen lässt dort umweltbelastende Maßnahmen attraktiver werden (Papier (5)). Dies steht im Widerspruch zur Erkenntnis, dass ökologisch verantwortungsvolles Verhalten wertsteigernd in Unternehmen ist, indem es Ausfallrisiken reduziert (Papier (4)). Sicherlich ist es auch vor diesem Hintergrund nach wie vor eine offene Forschungsfrage, inwiefern es im Eigeninteresse von Unternehmen ist, sich ökologisch verantwortungsvoll zu verhalten. Im Papier (3) wird als weiterer Aspekt der volkswirtschaftlichen Kosten der Umweltverschmutzung festgestellt, dass sich allein schon mit wachsender lokaler Luftverschmutzung eine schlechtere Portfolioperformance betroffener Haus-

Tabelle 4
Umweltthemen 2018–2019

Jahr	Titel	Autoren	Downloads	Rangplatz Gesamt- download
2018	(1) Disaster on the Horizon: The Price Effect of Sea Level Rise	Asaf Bernstein, Matthew Gustafson, Ryan Lewis	1.822	2
	(2) Carbon Risk	Maximilian Görgen, Martin Nerlinger, Andrea Jacob, Ryan Riordan, Marco Wilkens, Martin Rohleder	576	20
	(3) Pollution and Performance: Do Investors Make Worse Trades on Hazy Days?	Jiekun Huang, Nianhang Xu, Honghai Yu	299	45
2019	(4) ESG Shareholder Engagement and Downside Risk	Andreas G.F. Hoepner, Ioannis Oikonomou, Zacharias Sautner, Laura T. Starks, Xiao Y. Zhou	1.433	3
	(5) The Limits of Limited Liability: Evidence from Industrial Pollution	Pat Akey, Ian Appel	575	11
	(6) Investor Rewards to Climate Responsibility: Evidence from the 2016 Climate Policy Shock	Stefano Ramelli, Alexander F. Wagner, Richard Zeckhauser, Alexandre Ziegler	416	21
	(7) Real Effects of Climate Policy: Financial Constraints and Spillovers	Söhnke M. Bartram, Kewei Hou, Sehoon Kim	288	33
	(8) Temperature Shocks and Industry Earnings News	Jawad M. Addoum, David T. Ng, Ariel Ortiz-Bobea	0	174

halte ergibt. Dieser Aspekt dürfte bislang weitgehend unbeachtet geblieben sein.

Alles in allem gibt es also augenscheinlich schon diverse mögliche Anknüpfungspunkte für Forscher, sich auch im Bereich der Finanzwirtschaft mit ökologischen Fragestellungen zu befassen, und das Interesse daran mag in letzter Zeit bereits ein wenig zugenommen haben. Nicht verkannt werden sollte aber, dass es sich hierbei nach wie vor um ein absolutes Nischenthema handelt, das gerade erst dabei ist, den Status der völligen Bedeutungslosigkeit zu verlieren. Bis zu einer eigenen Kategorie „Sustainable Finance“ auf der EFA-Jahrestagung dürfte es noch ein weiter Weg sein. Aber vielleicht erkennen Veranstalter künftiger Jahrestagungen das Potential dieser Fragen und gehen das Thema etwa durch „Special Tracks“ proaktiv an. Hoffnungsfroh stimmt hier unter anderem der Umstand, dass die in *Tabelle 4* aufgelisteten Papiere bis auf (8) alle extrem gute Platzierungen nach Gesamtdownloads bis Oktober 2018 (Papiere (1) bis (3)) bzw. Oktober 2019 (Papiere (4) bis (8)) erzielt haben, also offensichtlich ein Interesse an Themen dieser Art besteht.

IV. Fazit

Sieht man von der bemerkenswert starken Rolle des Themengebiets „Household Finance“ ab, weist die Tagung in Carcavelos kaum erwähnenswerte Besonderheiten gegenüber den Vorjahreskonferenzen auf. In Anbetracht des Umstands, dass es sich hierbei um die 46. Tagung ihrer Art handelt, dürfte das nicht so sehr überraschen. Markttheoretisch könnte man hierbei vom Eintritt in eine Sättigungsphase sprechen. Größeres Wachstum bei Einreichungen ist möglicherweise noch über die aufstrebende asiatische Wissenschaftsgemeinde, namentlich in China, denkbar. Doch wirken die sehr geringen Annahmequoten der EFA-Tagungen zweifellos auch abschreckend. Interessant dürfte sein, inwiefern aus thematischer Sicht in Zukunft verstärkt aktuelle inhaltliche Trends aus den Bereichen „Digital Finance“ und „Sustainable Finance“ aufgegriffen werden. Dies könnte der Community vielleicht neue Impulse geben und sie etwas aus ihrem doch recht „eingeschwungenen“ aktuellen Zustand lösen. Schwache Zeichen in dieser Richtung sind bereits vorhanden.