

## Norwegen zum Vierten – Eindrücke von der EFA-Jahrestagung 2016 in Oslo, Norwegen, und Zusammenhänge zwischen Publikationserfolg und Downloadzahlen im langfristigen Vergleich

Wolfgang Breuer\*

### I. Überblick

Vom 17. bis 20. August 2016 fand die 43. Jahrestagung der European Finance Association (EFA) unter der Leitung von Kjell G. Nyborg, Universität Zürich, statt. Es war dies bereits das vierte Mal, dass die Tagung in Norwegen abgehalten wurde, und zum zweiten Mal in Oslo. Als Keynote Speaker ließ sich Professor John H. Cochrane von der Hoover Institution in Stanford gewinnen.

Von 1.853 eingereichten Aufsätzen wurden 243 zur Präsentation zugelassen. Gegenüber dem Jahr 2009 hat die Zahl der Einreichungen damit um ca. 50 % zugenommen, während die Annahmemequote mit 13,11 % nahe an ihrem bisherigen Tiefstwert von 12,56 % aus dem Jahre 2011 heranreicht. *Tabelle 1* stellt die Entwicklung seit 2011 im Detail vor.

An den auf der Tagung vorgestellten 243 Aufsätzen wirkten insgesamt 612 Wissenschaftler mit, wobei an 29 Aufsätzen 42 Autoren von 14 Hochschulen und Institutionen mit Sitz in Deutschland beteiligt waren. Die Quote von 29/243 = 11,93 % ist die zweitbeste seit 2009 – direkt hinter dem Ausreißerjahr 2010 (EFA-Tagung in Frankfurt).

Gemessen an der Anzahl der Downloads im Social Science Research Network (SSRN; Stichtag: 14.10.2016) waren die drei erfolgreichsten Beiträge mit deutscher Beteiligung:

1. *Cremers, M.* (Frankfurt School of Finance & Management)/*Pareek, A.* (University of Notre Dame)/*Sautner, Z.* (Rutgers University): Short-Term Investors, Long-Term Investments, and Firm Value, 472 Downloads, Gesamtrang 16.

---

\* Univ.-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 2011 bis 2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Einreichungen	1.600	1.600	1.713	1.700	1.720	1.853
Annahmen	201	216	240	267	240	243
Annahmequote	12,56 %	13,50 %	14,01 %	15,71 %	13,95 %	13,11 %
„Deutsche“ Aufsätze	18	21	19	30	18	29
Quote Deutschland	8,96 %	9,72 %	7,92 %	11,24 %	7,50 %	11,93 %
Downloads gesamt	25.879	32.936	30.109	31.923	32.613	35.454
Über SSRN verfügbare Aufsätze	112	170	163	181	145	144
Rel. Verfügbarkeit	55,72 %	78,70 %	67,92 %	67,79 %	60,42 %	59,26 %
Downloads pro Papier	231	194	185	176	225	246
Downloads deutsche Top 3	1.463	1.074	1.424	1.607	685	1.236
Platzierung deutsche Top 3	14,33	26,67	13,67	11	47,67	21,33
Downloads Top 7	5.988	6.880	7.095	6.445	7.328	9.313
Anteil Downloads Top 7	23,14 %	20,89 %	23,56 %	20,19 %	22,47 %	26,27 %

2. *Hillert, A.* (Universität Mannheim)/*Ungeheuer, M.* (Universität Mannheim): Ninety Years of Media Coverage and the Cross-Section of Stock Returns, 411 Downloads, Gesamtrang 22.

3. *Acharya, V.V.* (NYU Stern School of Business, NBER, CEPR)/*Eisert, T.* (Erasmus University Rotterdam)/*Eufinger, C.* (IESE Business School)/*Hirsch, C.* (Goethe-Universität Frankfurt): Whatever it Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy, 353 Downloads, Gesamtrang 26.

Dies ergibt eine Gesamtdownloadzahl von 1.236 bei einer Durchschnittsplatzierung von 21,33 was über die Zeit hinweg als ein vergleichsweise durchschnittliches Resultat gewertet werden kann. (vgl. erneut *Tabelle 1*). Die jeweils ausgewiesenen Downloadzahlen der Jahre 2011 bis 2016 beruhen dabei auf dem Stand von ca. Mitte Oktober des jeweiligen Jahres. Allgemein sind von der Tagung in Oslo über SSRN 144 der insgesamt 243 angenommenen Aufsätze zum Download verfügbar. Die Quote von 59,26 % liegt am unteren Rand der seit 2009 beobachtbaren Werte, während die Gesamtzahl der Downloads und die Zahl der Downloads pro Papier (bis zum 14.10.2016) mit 35.454 bzw. 246 außerordentlich hoch ausfallen. Insbesondere der letztgenannte Wert kontrastiert markant mit dem „Allzeittief“ (seit 2009) des Jahres 2014.

Tabelle 2

**Anteile von Autoren nach ausgewählten Herkunftsländern**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
USA	49,5 %	49,9 %	54,0 %	41,9 %	44,0 %	40,2 %
Großbritannien	8,4 %	7,6 %	11,1 %	12,3 %	11,2 %	9,7 %
Kanada	3,4 %	4,4 %	3,2 %	4,0 %	6,8 %	4,3 %
Deutschland	5,9 %	7,0 %	5,0 %	7,1 %	5,3 %	7,9 %
Frankreich	4,2 %	4,6 %	2,3 %	4,8 %	4,8 %	4,7 %
Österreich	1,0 %	0,7 %	0,9 %	1,5 %	1,3 %	0,7 %

In *Tabelle 2* sind die Anteile von Autoren ausgewählter Herkunftsländer über die Jahre 2011 bis 2016 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 (z. B. mit je 0,5 Beteiligungspunkten bei zwei Autoren oder mit je 0,33 bei drei Autoren). Der sich für 2016 ergebende Wert für Deutschland ist in der Tat der zweithöchste seit 2009. Da die nächste EFA-Jahrestagung 2017 in Mannheim stattfinden wird, wird man nach aller bisherigen Erfahrung auch dann wieder ein sehr gutes deutsches Ergebnis erwarten dürfen. Bemerkenswert ist der im Zeitvergleich als sehr gering zu bezeichnende Anteil US-amerikanischer Autoren.

In der *Tabelle 3* ist die Relevanz einzelner Themengebiete der EFA-Tagung 2016 gemäß der jeweiligen Zahl angenommener Manuskripte und den zugehörigen Downloadwerten dargestellt. Bis 2013 variierten die Definitionen der Themengebiete von EFA-Tagung zu EFA-Tagung mehr oder weniger unvorhersehbar, seit 2014 gibt es bis heute gar keine Benennung größerer Themengebiete mehr. Der Autor des vorliegenden Berichts hat daher die Systematik des Jahres 2013 übernommen und die Aufsätze ab dem Jahre 2014 „manuell“ den betreffenden Kategorien zugeordnet. Grundsätzlich weist die 2016er-Tagung keine nennenswerten Besonderheiten auf. Auffällig ist allenfalls der hohe Anteil des Bereichs „Market Microstructure“ bei den Downloadzahlen. Die vier großen Themengebiete nach Tagungsbeiträgen sind jedoch wie in den Jahren zuvor Asset Pricing & Financial Econometrics, Corporate Governance, Financial Intermediation and Banking und Corporate Finance. *Tabelle 4* stellt eine Übersicht über die Anteile an den Tagungsbeiträgen in den letzten Jahren dar und bestätigt diese Aussage.

*Tabelle 3*  
**SSRN-Downloads und Tagungsbeiträge je Themengebiet**

	Anzahl Down- loads	Anteil Down- loads	Anzahl Tagungs- beiträge	Anteil Tagungs- beiträge
Asset Pricing and Fin. Econ.	11.246	31,72 %	52	21,40 %
Corporate Finance	3.655	10,31 %	35	14,40 %
Financial Intermediation and Banking	2.849	8,04 %	32	13,17 %
Corporate Governance	4.283	12,08 %	29	11,93 %
Central Banking & Regulation	2.090	5,89 %	24	9,88 %
Market Microstructure	5.929	16,72 %	19	7,82 %
International Finance	2.152	6,07 %	13	5,35 %
Behavioral Finance	924	2,61 %	11	4,53 %
Household Finance	582	1,64 %	9	3,70 %
Special Tracks	518	1,46 %	8	3,29 %
Derivatives	582	1,64 %	7	2,88 %
Real Estate Finance	644	1,82 %	4	1,65 %
<b>Gesamt</b>	<b>35.454</b>	<b>100 %</b>	<b>243</b>	<b>100 %</b>

Asset Pricing and Fin. Econ.: Asset Pricing and Financial Econometrics.

## II. Die wichtigsten Beiträge

Wie im Vorjahr ist es erneut keinem Autor einer in Deutschland angesiedelten Institution gelungen, sich unter die Urheber der Top-7-Aufsätze nach Gesamtdownloadzahl zu mischen. 26,27 % aller Downloads entfallen insgesamt auf diese Top 7, was den höchsten Wert seit 2010 darstellt. Im Weiteren werden die Top 7 nach Gesamtdownloadzahlen kurz im Detail präsentiert.

Platz 1: Risk and Return in High Frequency Trading. Von *Matthew D. Baron, Jonathan Brogaard, Björn Hagstromer* und *Andrei Kirilenko* (2.519 Downloads, Platz 4 nach Downloads pro Tag).

Gegenstand dieser empirischen Studie für den schwedischen Aktienmarkt im Zeitraum von Januar 2010 bis Dezember 2014 sind die Performance- und Wettbewerbsauswirkungen unterschiedlicher Reaktionszeiten von Hochfrequenzhändlern (HFH). Es zeigt sich, dass nicht die absoluten Reaktionszeiten entscheidend sind, sondern es auf die relative Reihung der HFH nach Reaktionszeiten ankommt. Die in diesem Ranking bestplatzierten HFH vereinen überproportional hohe Handelsgewinne auf sich. Eine Folge hiervon ist, dass

*Tabelle 4*  
**Bedeutung der Themengebiete über die Zeit hinweg**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Ø
AP&FE	28 %	19 %	23 %	15 %	22 %	21 %	21 %
CorFin	27 %	19 %	24 %	10 %	18 %	14 %	19 %
FinIn&B	11 %	10 %	10 %	15 %	16 %	13 %	13 %
CorGov	0 %	10 %	8 %	14 %	12 %	12 %	9 %
MMS	6 %	4 %	5 %	10 %	8 %	8 %	7 %
IntFin	9 %	6 %	4 %	4 %	5 %	5 %	6 %
BehFin	5 %	6 %	6 %	3 %	6 %	5 %	5 %
CentrB&R	3 %	0 %	9 %	7 %	6 %	10 %	6 %
Deriv	0 %	3 %	3 %	3 %	1 %	3 %	2 %

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. Ausgewiesen ist jeweils der Anteil an den Tagungsbeiträgen.

Markteintritte neuer Wettbewerber erschwert werden. Wettbewerb über Reaktionszeiten führt generell nicht zu einer Verringerung der Marktkonzentration und einem Abschmelzen von Überrenditen, weil die relativ schnellsten HFH stets jeweils hohe Überschüsse abschöpfen können.

Platz 2: Absolute Strength: Exploring Momentum in Stock Returns. Von *Ralitsa Petkova* und *Huseyin Gulen* (1.477 Downloads, Platz 2 nach Downloads pro Tag).

Die Autoren definieren und analysieren eine neue Art von Momentum. Momentum in der herkömmlichen Definition von Jegadeesh und Titman (1993) zielt auf die relative Stärke und Schwäche von Aktien ab. Gewinner gemäß relativer Stärke sind die Aktien mit den höchsten kumulierten Renditen über einen bestimmten Betrachtungszeitraum im Vergleich zu allen anderen, aktuell gehandelten Aktien. Verlierer gemäß relativer Stärke sind solche mit den geringsten kumulierten Renditen über einen bestimmten Zeitraum im Vergleich zu den übrigen betrachteten Aktien. Gewinner gemäß absoluter Stärke erzielen hingegen in einem bestimmten Zeitraum eine kumulierte Rendite, die selbst im Vergleich zum historischen Durchschnitt der kumulierten Renditen über einen Zeitraum der betrachteten Länge hoch ist. Verlierer gemäß absoluter Stärke rangieren mit ihrer kumulierten Rendite im historischen Vergleich am unteren Ende aller Aktien. Als Konsequenz dieser neuen Begrifflichkeit sind ohne weiteres Perioden denkbar, in denen es keine Gewinner oder Verlierer nach absoluter

Stärke gibt, während stets solche nach relativer Stärke identifiziert werden können. Aufbauend auf diesem neuen Momentumbegriff lassen sich entsprechende Handelsstrategien entwickeln. Es zeigt sich, dass die Renditen auf Basis einer Momentumstrategie absoluter Stärke die Renditen im Rahmen einer Momentumstrategie relativer Stärke erklären können, aber nicht anders herum.

Platz 3: High-Frequency Trading around Large Institutional Orders. Von *Vincent van Kervel* und *Albert Menkveld* (1.451 Downloads, Platz 3 nach Downloads pro Tag).

Ausgangspunkt der empirischen Studie für den schwedischen Aktienmarkt im Zeitraum vom 1. Januar 2011 bis zum 31. März 2013 ist die Frage, wie Hochfrequenzhändler (HFH) auf große Markttransaktionen institutioneller Investoren reagieren. Diese Investoren platzieren ihre Aufträge normalerweise in mehreren kleinen Tranchen, um allzu starke Preisausschläge infolge ihrer Aktivitäten zu vermeiden oder wenigstens zu verzögern. HFH nehmen zunächst die Gegenposition zu diesen Aufträgen ein, wechseln aber im weiteren zeitlichen Verlauf dazu, in dieselbe Richtung wie die betreffenden institutionellen Investoren zu handeln, um im Rahmen eines Back-Running deren vermeintlichen Informationsvorteil zu nutzen. Folge dieses Verhaltens der HFH ist, dass die Kosten der Transaktionen für institutionelle Investoren deutlich zunehmen.

Platz 4: Low Risk Anomalies. Von *Paul Schneider*, *Christian Wagner* und *Josef Zechner* (1.434 Downloads, Platz 6 nach Downloads pro Tag).

Empirische Untersuchungen zeigen, dass Aktien mit niedrigen Beta-Werten im Vergleich zur Bewertung nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) zu hohe erwartete Renditen liefern und Aktien mit hohen Beta-Werten entsprechend zu geringe. Vor diesem Hintergrund scheint ein Wetten gegen Beta in Form des Kaufs von Aktien mit niedrigen Beta-Werten und des Verkaufs von Aktien mit hohen Beta-Werten erfolgversprechend. Die Autoren gehen dieser und ähnlichen Bewertungsanomalien nach und untersuchen theoretisch und empirisch, inwiefern diese Anomalien schlicht Folge des unzulässigen Ausblendens von Schiefbetrachtungen sind. Tatsächlich kommen sie zu dem Schluss, dass hier keine Bewertungsanomalien vorliegen, sondern die nach CAPM nicht erklärbaren Bestandteile erwarteter Renditen als Kompensationen für Schieferisiken, also das dritte Renditemoment, aufgefasst werden können.

Platz 5: Survey Expectations of Returns and Asset Pricing Puzzles. Von *Ralph S. J. Koijen*, *Maik Schmeling* und *Evert B. Vrugt* (818 Downloads, Platz 21 nach Downloads pro Tag).

Ausgangspunkt der empirischen Analyse der Autoren sind Ergebnisse aus Expertenbefragungen hinsichtlich künftig erwarteter Renditen im Rahmen des World Economic Survey für 19 verschiedene Währungen (jeweils relativ zum

US-\$), 13 verschiedene Aktienmärkte und 10 Anleihenmärkte im Zeitraum von 1989 (für Währungsrenditen) bzw. 1998 (in den anderen beiden Fällen) bis 2012. In allen drei Fällen korrelieren die erhobenen Renditeerwartungen stark mit historischen Renditerealisationen. Für Aktien und Anleihen liegt überdies eine betragsmäßig starke Korrelation mit Befragungsergebnissen bezüglich des künftigen Wirtschaftswachstums vor. Die Ergebnisse der Befragungen zu Renditeerwartungen sind ferner negativ korreliert mit künftigen Renditen für alle drei betrachteten Aktivaklassen. Die Autoren schlagen vor, die Befragungsergebnisse als eine weitere Renditedeterminante in Asset-Pricing-Modellen zu berücksichtigen. Der Erklärungsbeitrag der Renditebefragungsergebnisse steht dabei (anders als im Falle der herkömmlichen Faktoren in Asset-Pricing-Modellen) in positiver Beziehung zu der Exzessvolatilität des jeweiligen Marktes. Die Autoren diskutieren ferner Möglichkeiten zur theoretischen Erklärung dieses empirischen Befunds.

Platz 6: Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism. Von *Ian Appel*, *Todd Gormley* und *Donald Keim* (808 Downloads, Platz 1 nach Downloads pro Tag).

Die Autoren gehen im Rahmen einer empirischen Studie für den US-amerikanischen Markt der Frage nach, ob die zunehmende Relevanz passiver institutioneller Investoren Einfluss auf den Aktivismus anderer Anteilseigner genommen hat. Aus theoretischer Sicht sind sowohl positive als auch negative Zusammenhänge denkbar. Aus empirischer Sicht ist vor allem das Omitted-Variables-Problem zu adressieren, da der Anteil passiver Investoren und Anteilseigneraktivismus durch dieselben, nicht explizit berücksichtigten Einflussgrößen determiniert werden könnten. Im Ergebnis zeigt sich, dass die Bedeutung passiver Investoren zwar nicht mit dem generellen Vorherrschen von aktivistischen Kampagnen im Zusammenhang steht, sehr wohl aber mit den hierbei verfolgten Zielen. Mit wachsendem Anteil passiver Investoren an einer Unternehmung versuchen Aktivisten zunehmend, im Board of Directors vertreten zu werden, und setzen dazu auch verstärkt auf Strategien, die auf Konfrontation angelegt sind. In der Tat steigt auch der Erfolg solcher Maßnahmen mit steigendem Anteil passiver Investoren an einer Unternehmung.

Platz 7: Option Return Predictability. Von *Jie Cao*, *Bing Han*, *Qing Tong* und *Xintong Zhan* (806 Downloads, Platz 7 nach Downloads pro Tag).

Die Autoren betrachten für den US-amerikanischen Kapitalmarkt über den Zeitraum von Januar 1996 bis Dezember 2012 die Möglichkeit, empirisch die Renditen von delta-gehedgten Aktienoptionen vorherzusagen. Durch einen Delta-Hedge werden Optionsrenditen in einer Black-Scholes-Welt entkoppelt von der Kursentwicklung des zugehörigen Basistitels. Gleichwohl zeigt es sich, dass eine Reihe von zugrundeliegenden Aktiencharakteristika und fundamenta-

len Unternehmensdaten Erklärungsgehalt für die delta-gehedgten Optionsrenditen aufweist, obwohl diese Größen zugleich keine Vorhersagekraft für Aktienrenditen besitzen. Auch andere gängige Optionspreismodelle (etwa mit stochastischer Volatilität) sind mit diesen Befunden nicht kompatibel. Konsequenterweise lassen sich auf dieser Basis auch Handelsstrategien zum Abschöpfen von Überrenditen entwickeln. Erklären lassen sich die Befunde entweder durch das Vorhandensein systematischer Fehlbewertungen am Kapitalmarkt oder das Wirken von bislang nicht identifizierten Risikofaktoren.

Wieder dominieren eindeutig unter den Top 7 Aufsätze zu klassischen kapitalmarkttheoretischen Themen, wobei sich allerdings auch zwei Papiere mit Fragen zum Hochfrequenzhandel befassen. Bemerkenswerterweise spielen Überlegungen aus dem Bereich Corporate Finance und Corporate Governance in der Liste der Top 7 kaum eine Rolle.

### **III. Zusammenhang zwischen Publikationserfolgen und Downloadzahlen für Präsentationen auf den EFA-Tagungen 2009 und 2010**

In den Tagungsberichten der vergangenen Jahre wurde immer mal wieder auch auf den Publikationserfolg im Nachgang zu den EFA-Jahrestagungen eingegangen. Grundsätzlich könnte ein Zusammenhang zwischen Publikationserfolg und Downloadzahl eines Aufsatzes in zweierlei Hinsicht bestehen. Zum einen könnten besonders interessante Aufsätze schon vor ihrer Publikation auf großes Interesse stoßen und dementsprechend oft gelesen werden. Sofern sich die Annahme eines Aufsatzes zur Publikation auch daran orientiert, welche Aufmerksamkeit bestimmte Ergebnisse (vermutlich) erhalten, sollte sich ein positiver Zusammenhang zwischen Downloadzahlen und späterem Publikationserfolg feststellen lassen. Falls hier hingegen kein Zusammenhang feststellbar ist, ließe sich folgern, dass Gutachter der Resonanz, die ein Aufsatz erzielt, bei ihrer Beurteilung eher wenig Beachtung schenken.

Zum anderen könnte der Publikationserfolg eines Aufsatzes das Interesse an seinem Inhalt steigern, wodurch die Downloadzahlen anwachsen. Mit dem für die EFA-Tagungen 2009 in Bergen und 2010 in Frankfurt vorliegenden Datenmaterial können beide Fragen analysiert werden.

*Tabelle 5* stellt zunächst die Ergebnisse von Tobit-Regressionen für die Tagungen 2009 und 2010 mit der jeweils erreichten Punktzahl (zwischen 0 und 1) auf Basis des Zeitschriftenrankings für BWL durch die Zeitung „Handelsblatt“ (HB) (Stand: 2012) als abhängiger Größe und der Downloadzahl zum 08.10.2009 (Bergen) bzw. 19.10.2010 (Frankfurt) als unabhängiger Variable dar. Unterschieden wird ferner danach, ob der betreffende Aufsatz überhaupt zu diesem Zeitpunkt zum Download bei SSRN verfügbar war oder aber nicht. Tatsächlich waren 15 bzw. 49 der 143 bzw. 157 bis heute insgesamt publizierten Manuskripte



Tabelle 5

**Vorzeichen und Signifikanzniveaus der Tobit-Regressionskoeffizienten  
zum Zusammenhang zwischen SSRN-Downloads und Publikationserfolg**

Berücksichtigung Frühpublizierer <sup>3</sup>	Beiträge im SSRN <sup>1</sup>		Alle Beiträge <sup>2</sup>	
	ja	nein	ja	nein
EFA-Tagung 2009 Daten aus 2009	+ **	+	+ **	+ *
EFA-Tagung 2009 Daten aus 2016	+ ***	+ **	+ ***	+ ***
EFA-Tagung 2010 Daten aus 2010	+	0	+ **	+
EFA-Tagung 2010 Daten aus 2016	+ ***	+ ***	+ ***	+ ***

\*: signifikant zu  $\alpha = 10\%$  \*\* : signifikant zu  $\alpha = 5\%$  \*\*\*: signifikant zu  $\alpha = 1\%$

<sup>1</sup>: Nur zu Stichtag in SSRN verfügbare. Keine Veröffentlichung = 0 HB-Punkte.

<sup>2</sup>: Alle Aufsätze. Nicht im SSRN = 0 Downl. Keine Veröffentlichung = 0 HB-Punkte.

<sup>3</sup>: Werden Frühpublizierer nicht berücksichtigt, sind sie aus dem Datensatz entfernt.

Mitte Oktober 2009 bzw. 2010 nicht zum Download über SSRN zugänglich. Eine weitere Differenzierung betrifft die Frage, ob der jeweilige Aufsatz bereits bis 2010 (Bergen) oder 2011 (Frankfurt) erschienen ist oder aber erst später. Im erstgenannten Fall könnte der Umstand der Annahme zur Publikation jeweils bereits ein Jahr zuvor bekannt gewesen und der Aufsatz deswegen vermehrt heruntergeladen worden sein.

Die gleiche Analyse kann auf der Basis von aktuellen Downloadzahlen des Jahres 2016 wiederholt werden. Von den insgesamt 143 bzw. 157 publizierten Manuskripten waren am 14.11.2016 115 bzw. 128 über SSRN zum Download verfügbar. Auch diese Resultate finden sich in *Tabelle 5*.

Eindeutig sind die Resultate für den Zusammenhang zwischen Downloadzahl und Publikationserfolg aus aktueller Sicht. Hochwertig publizierte Aufsätze werden augenscheinlich deutlich stärker nachgefragt als weniger hochwertig publizierte Aufsätze. Weniger klar sind die Ergebnisse für den umgekehrten Zusammenhang. Betrachtet man alle Beiträge, auch solche, die nicht über SSRN im Oktober 2009 bzw. 2010 angeboten wurden, und schließt man Frühpublizierer nicht aus, dann besteht in der Tat auch ein signifikant positiver Zusammenhang zwischen „historischer“ Downloadzahl und nachfolgendem Publikationserfolg. Dieser schwächt sich aber spürbar ab, wenn man Beiträge herausnimmt, die gar nicht zum Download bereitstanden. Augenscheinlich weisen solche Aufsätze einen unterdurchschnittlichen Publikationserfolg auf, weswegen die mangelnde

Verfügbarkeit auf SSRN als *ceteris paribus* schlechtes Signal gewertet werden kann. Der Zusammenhang zwischen Downloadzahl und nachfolgendem Publikationserfolg reduziert sich überdies merklich bei Ausschluss der Frühpublizierer. Alles in allem liegt der Schluss nahe, dass Downloadzahlen als Frühindikator für späteren Publikationserfolg eher wenig geeignet sind. Zusammenfassend erhält man damit, dass der Download (über SSRN) dem Publikationserfolg folgt, aber nicht unbedingt umgekehrt. Interessant ist, dass dies selbst für die elitäre Gruppe von Aufsätzen gilt, die bei einer Jahrestagung der European Finance Association zum Vortrag angenommen worden sind.

#### IV. Fazit

Aus deutscher Sicht erfreulich ist der Umstand, dass bei der EFA-Tagung 2016 in Oslo ein deutlicher Aufschwung beim Einreichungserfolg gegenüber der Tagung des Jahres 2015 in Wien erkennbar ist. Die aktuelle Tagung in Oslo selber markiert einen neuen Höhepunkt bei der Zahl der insgesamt eingereichten Manuskripte. Seit 2009 ist hier eine Zunahme um fast exakt 50 % zu erkennen, während die Zahl der angenommenen Manuskripte nur um ca. 13 % gestiegen ist. Als Folge davon hat sich die Annahmequote von 2009 bis 2016 von 17,92 % auf 13,11 % reduziert.

SSRN-Downloadzahlen mögen darauf hindeuten, welche Aufsätze auf besonderes Interesse stoßen. Als Frühindikator für einen späteren Publikationserfolg sind sie indes nur wenig geeignet. Eher kann man festhalten, dass Papiere, die über SSRN nicht verfügbar gemacht werden, unterdurchschnittliche Publikationserfolge aufweisen. Die mangelnde Verfügbarkeit zum Download kann insofern als ein schlechtes Signal verstanden werden. Des Weiteren scheinen (hochwertige) Publikationserfolge den Anreiz für potentielle Leser zum SSRN-Download stark zu erhöhen. Das bedeutet, dass die Wissenschaftsgemeinde den Publikationserfolg als Signal dafür nimmt, dass ein Aufsatz lesenswert ist. Dies trifft selbst für die kleine Schar von Manuskripten zu, die auf einer EFA-Tagung zum Vortrag zugelassen worden sind und damit schon einen sehr kompetitiven Selektionsprozess durchlaufen haben.