

## **Aktuelle Aspekte der finanzwirtschaftlichen Forschung in Europa – Neue Erkenntnisse im Rahmen der Jahrestagung 2010 der European Finance Association in Frankfurt/M.**

Von Claudia Breuer, Bonn, und Wolfgang Breuer, Aachen

### **I. Überblick**

Vom 25. bis 28. August 2010 fand die 37. Jahrestagung der European Finance Association (EFA) in Frankfurt/M. statt. Die Tagung unter der Leitung von *Jan Pieter Krahen* wurde bereits zum dritten Mal nach Bad Homburg (1979) und Berlin (2000) in Deutschland durchgeführt. Zur Tagung wurden ca. 1.350 Aufsätze eingereicht, von denen nach einem doppelt verdeckten Begutachtungsverfahren 218 Aufsätze zur Präsentation ausgewählt wurden. Die digitale Tagungsübersicht enthielt letzten Endes 217 Beiträge. Auf diese Basis beziehen sich alle folgenden Auswertungen. Als prominenter Keynote Speaker konnte *Douglas W. Diamond* von der University of Chicago Booth School gewonnen werden.

An der Tagung nahmen 623 Wissenschaftler und Praktiker teil.<sup>1</sup> An 33 der 217 präsentierten Aufsätze waren Autoren von 21 deutschen Hochschulen und Institutionen beteiligt, während es bei der EFA-Tagung 2009 nur 13 Aufsätze von 215 waren, an denen Autoren von 13 deutschen Hochschulen und Institutionen beteiligt gewesen waren.

Gemessen an der Anzahl der Downloads von SSRN (Stichtag: 18.10.2010) waren die drei erfolgreichsten Beiträge mit deutscher Beteiligung: 1. *Acharya, V. V./Hahn, M.* (LMU München)/*Kehoe, C.*: Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity, mit 1.158 Downloads, Gesamtrang 1. 2. *DeMiguel, V./Plyakha, Y.* (Goethe-Universität Frankfurt – House of Finance)/*Uppal, R./Vilkow, G.* (Goethe-Universität Frankfurt – House of Finance): Option-Implied Correlation and Factor Betas Revisited, mit 858 Downloads, Gesamtrang 3. 3. *Schweikhard, F./Tsesmelidakis, Z.* (beide Goethe-Universität Frankfurt – House of Finance): The Impact of Government Interventions on CDS and Equity

---

<sup>1</sup> Gemäß Auskunft seitens der Veranstalter vom 31.10.2010.

Markets, mit 848 Downloads, Gesamtrang 4. Dies ergibt eine Gesamt-downloadzahl von 2.864 bei einer Durchschnittsplatzierung von 2,67 der drei Manuskripte, während sich die entsprechenden Gesamtdownloads für die deutschen Top-3-Papiere 2009 bis zum 8. Oktober 2009 nur auf 1.180 beliefen bei einer Durchschnittsplatzierung von ca. 24,33. Ein Autor, G. Vilkow, war bereits auf der EFA-Tagung 2009 in Bergen unter den „deutschen“ Top 3 vertreten.

In der folgenden *Tabelle 1* sind die Autorenzahlen nach Herkunftsländern aufgeschlüsselt und den Werten aus 2009 gegenübergestellt. 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 0,5 bei zwei Autoren oder 0,33 bei drei Autoren).

US-amerikanische Autoren sind wiederum mit 39,32 % (Vorjahr 45,98 %) am weitaus stärksten vertreten. Aus dem europäischen Raum waren Autoren aus Deutschland mit 10,75 % (Vj. 7,13 %) am häufigsten anzutreffen, die damit Großbritannien (8,95 %, Vj. 10,28 %) im Vergleich zum Vorjahr vom zweiten auf den dritten Platz verdrängten. Präsent waren darüber hinaus Franzosen (7,33 %), Schweizer (5,80 %), Kanadier (5,11 %) und Niederländer (5,03 %). Mit einem Anteil von über 50 % zeigten nicht-europäische Autoren wiederum ein großes Interesse an der Jahrestagung der EFA. Gegenüber 2009 nicht mehr dabei waren Vertreter aus Brasilien (BRA), Indien (IND), dem Libanon (LIB), Neuseeland (NEU) und Taiwan (TAI). Neu hinzugekommen sind dafür Autoren aus Griechenland und Russland. Anders als für die EFA-Tagung des Jahres 2009 konnten alle Autoren einem Land zugeordnet werden.

Manche Veränderungen in der Bedeutung einzelner Länder im Hinblick auf die Präsenz auf der Tagung sind frappierend. Während die Relevanz norwegischer Beiträge gegenüber 2009 stark reduziert worden ist, hat der Anteil deutscher Beiträge in erheblichem Maße zugenommen. Natürlich liegt hier ein Zusammenhang zum Tagungsstandort nahe. Ursache dafür könnte zum einen einfach eine deutlich höhere Einreichungsquote von Autoren aus dem jeweiligen Gastland sein. Zum anderen könnte es Verzerrungen im Begutachtungsprozess geben, durch die systematisch Aufsätze unter Beteiligung des jeweiligen Gastlandes bevorzugt werden. Welcher der beiden genannten Aspekte der wichtigere ist, lässt sich zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht klar sagen.

So deutet eine entsprechend hohe Zuwachsrate bei Frankreich von 2009 zu 2010 auf den ersten Aspekt hin. Fehlende entsprechende Reak-

*Tabelle 1*  
**Anteile der Autoren nach Herkunftsländern**

	Frankfurt 2010		Bergen 2009		Änderung (5) = (1)–(3)
	(1) Abs.	(2) Rel.	(3) Abs.	(4) Rel.	
USA	85,33	39,32 %	98,87	45,98 %	–13,54
Deutschland	23,33	10,75 %	15,33	7,13 %	8,00
Großbritannien	19,42	8,95 %	22,09	10,28 %	–2,67
Frankreich	15,92	7,33 %	8,25	3,84 %	7,67
Schweiz	12,58	5,80 %	8,67	4,03 %	3,91
Kanada	11,08	5,11 %	11,75	5,47 %	–0,67
Niederlande	10,92	5,03 %	10,42	4,84 %	0,50
Italien	5,67	2,61 %	4,67	2,17 %	1,00
China	5,5	2,53 %	2,03	0,95 %	3,47
Australien	4,33	2,00 %	1,08	0,50 %	3,25
Singapur	3,5	1,61 %	1,37	0,64 %	2,13
Schweden	3	1,38 %	3,17	1,47 %	–0,17
Norwegen	2,83	1,31 %	6,08	2,83 %	–3,25
Dänemark	2,17	1,00 %	5,00	2,33 %	–2,83
Israel	2,17	1,00 %	1,00	0,47 %	1,17
Portugal	2,08	0,96 %	1,25	0,58 %	0,83
Finnland	1,67	0,77 %	0,50	0,23 %	1,17
Österreich	1,67	0,77 %	1,25	0,58 %	0,42
Südkorea	1,17	0,54 %	0,75	0,35 %	0,42
Russland	1	0,46 %	0,00	0,00 %	1,00
Spanien	1	0,46 %	5,00	2,33 %	–4,00
Belgien	0,33	0,15 %	1,67	0,78 %	–1,34
Griechenland	0,33	0,15 %	0,00	0,00 %	0,33
Sonstige (BRA, IND, LIB, NEU, TAI)	0	0,00 %	3,94	1,83 %	–3,94

tionen in der Präsenz der Niederlande und Schwedens über die beiden Jahre hinweg könnten hingegen ein indirektes Indiz für den zweiten Aspekt sein. In späteren Tagungsberichten wird auf Basis zusätzlicher Informationen auf diese interessante Frage zurückzukommen sein. Unklar bleibt im Augenblick überdies, wieso insbesondere US-amerikani-

Tabelle 2

**SSRN-Downloads und Tagungsbeiträge je Themengebiet**

	Anzahl Downloads	Anteil Downloads	Anzahl Tagungs- beiträge	Anteil Tagungs- beiträge
Asset Management	4.453	17 %	35	16 %
Banking/Insurance	3.994	15 %	38	18 %
Corporate Finance Theoretical	3.293	12 %	15	7 %
Derivatives/Financial Engineering	2.656	10 %	22	10 %
Design of Markets & Market Micro Structure	2.495	9 %	12	6 %
Corporate Finance Empirical	2.389	9 %	23	11 %
Fiscal Politics/Regulation/ Competition	1.847	7 %	12	6 %
Corporate Governance	1.784	7 %	13	6 %
Behavioral Finance & Decision Science	1.412	5 %	13	6 %
International Finance & Money	1.020	4 %	15	7 %
Asset Pricing Empirical	913	3 %	10	5 %
Asset Pricing Theoretical	685	3 %	9	4 %
Gesamt	26.941	100 %	217	100 %

sche Autoren einen derart bemerkenswerten Bedeutungsrückgang zu verzeichnen hatten.

In der *Tabelle 2* sind die Themengebiete der EFA-Tagung 2010 mit der jeweiligen Anzahl der SSRN-Downloads (Stand: 18.10.2010) und der Tagungsbeiträge sowie mit deren relativen Anteilen aufgeführt. Für 74 der 217 Beiträge bestand keine Downloadmöglichkeit über SSRN. In 2009 war dies für 51 Papiere der Fall. Die leichte Erhöhung dürfte damit zusammenhängen, dass anders als im Vorjahr die Einreichung nicht obligatorisch über das SSRN-System erfolgte. Allerdings konnte auch im Vorjahr eine öffentliche Sichtbarmachung eines eingereichten Aufsatzes im SSRN-System verhindert werden. Es ist eine interessante separate Frage, wieso etwa ein Drittel der Autoren(-gruppen) darauf verzichtet, die eigenen Arbeiten über SSRN zu verbreiten, sie gleichwohl aber auf öffentlichen Tagungen präsentiert.

Auffallend beim Vergleich mit den entsprechenden Werten der EFA-Tagung 2009 ist die von 47.400 auf 26.941 erheblich reduzierte Anzahl an Gesamtdownloads. Auch die Zahl der Downloads pro über SSRN zugänglichem Aufsatz hat sich deutlich von etwa 272 auf 188 verringert. Sie bewegt sich damit nicht mehr weit weg von der durchschnittlichen Downloadzahl für Papiere der DGF-Tagung 2009 (ca. 153 Downloads je Papier bis Oktober 2009). Freilich sind auch die Downloadzahlen der DGF-Tagung 2010 gegenüber dem vergleichbaren Zeitraum 2009 gesunken, und zwar insgesamt von 5.672 auf 4.748 bzw. je über SSRN verfügbarem Papier von 153 auf 125. Augenscheinlich sind die Downloadaktivitäten im Zusammenhang mit der EFA-Tagung viel stärker rückläufig.

Während die beiden Spitzenreiter der EFA-Tagung in Bergen 2009, Asset Pricing Empirical und Corporate Finance Empirical, 46 % aller damaligen Downloads und 38 % aller damaligen Tagungsbeiträge ausmachten, lauten diese Zahlen für 2010 nur auf 12 % bzw. 16 %. Die neuen Spitzenreiter sind Asset Management und Banking/Insurance, die aber bloß 32 % der Gesamtdownloads und 34 % der Gesamtzahl an Tagungsbeiträgen auf sich vereinen konnten. Insbesondere die Streuung der Downloadzahlen über die verschiedenen Themengebiete erscheint gleichmäßiger als im Jahre 2009.

## II. Die wichtigsten Beiträge

Eine geringere Konzentration von Downloadzahlen ist auch im Zusammenhang mit der Reihung der Einzelaufsätze zu beobachten. 2009 entfielen noch 35,36 % aller Downloads auf nur sieben Aufsätze. In 2010 sind es nur 24,59 % (6.624 von 26.941). Interessant ist, dass 2009 unter den Top 7 kein einziger Beitrag mit deutscher Beteiligung war. Dieses Mal indes sind es ganze drei. Während die durchschnittliche Downloadzahl über alle Beiträge deutlich gesunken ist, konnten zumindest die deutschen Spitzenreiter ihre Downloadzahlen erheblich steigern. Einräumen muss man freilich, dass die Downloadzahlen der sieben Spitzenreiter für 2010 deutlich weniger beeindruckend als die der Spitzenreiter aus 2009 sind. Interessant ist überdies noch, dass Aufsätze mit hohen Gesamtdownloadzahlen auch typischerweise einen guten Wert für die Downloads pro Tag seit Online-Stellung aufweisen. Dies spricht dafür, dass man zwischen diesen beiden Maßen für die Attraktivität eines Aufsatzes für die Wissenschaftsgemeinde in vereinfachten Analysen nicht unbe-

dingt unterscheiden muss. Im Weiteren werden die Top 7 nach Gesamtdownloadzahlen kurz vorgestellt.

Platz 1: *Acharya, V. V./Hahn, M./Kehoe, C.*: Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. (1.158 Downloads, Platz 9 nach Downloads pro Tag)

Die Autoren untersuchen den Einfluss einer Übernahme durch große und etablierte Private-Equity-Gesellschaften auf die Unternehmensperformance. Für die Analyse wurden Daten von 110 Private-Equity-Transaktionen in Westeuropa von 1995 bis 2005 herangezogen. Zur Untersuchung von Performanceunterschieden verwenden die Autoren eine um den Verschuldungseffekt bereinigte Eigenkapitalrendite und vergleichen diese mit den entsprechenden Werten einer Kontrollgruppe. Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung bestätigen eine abnormale positive Performance, wobei Verbesserungen im operativen Bereich der Zielunternehmen eine wichtige Erklärungsvariable darstellen. Des Weiteren unterscheiden die Autoren sogenannte „organische“ Private-Equity-Beteiligungen, die ihren Fokus auf interne Wachstumsstrategien legen, und „anorganische“ mit M&A-Fokus. Es zeigt sich, dass Akteure (Entscheidungsträger in der durchführenden Private-Equity-Gesellschaft) mit Erfahrungen im operativen Bereich eine signifikant höhere Performance bei „organischen“ und Akteure mit Erfahrungen im Finanzierungs- oder Bankgeschäft bei „anorganischen“ Beteiligungen erzielen. Insgesamt ergeben sich deutliche Anhaltspunkte dafür, dass die überdurchschnittliche Performance der Zielunternehmen zu einem wesentlichen Teil auf die fachliche Expertise der Entscheidungsträger der großen und etablierten Private-Equity-Gesellschaften zurückführbar ist.

Platz 2: *Hendershott, T./Menkveld, A. J.*: Price Pressures. (909 Downloads, Platz 8 nach Downloads pro Tag)

Spezialisierte Intermediäre übernehmen eine Mittlerfunktion zwischen asynchron auftretenden Anbietern und Nachfragern größerer Mengen an Assets und sichern dadurch die Liquidität auf Finanzmärkten. Im Rahmen der Transaktionen können sich Preisabweichungen von den Fundamentalwerten der Assets ergeben, die als Preisdruck bezeichnet werden. Dieser Preisdruck hat eine ausgleichende Funktion, indem auf der einen Seite die Intermediäre für die Übernahme des Preisrisikos durch die Bestandshaltung der Assets entschädigt werden und auf der anderen Seite eine unmittelbare Befriedigung der Nachfrage der Investoren erfolgen kann. Für den empirischen Nachweis und die Analyse der Determi-

nanten des Preisdrucks werden Handelsdaten der NYSE von 1994 bis 2005 zu täglichen Schlusskursen (als Durchschnitt von Bid- und Ask-Kurs) und täglichen Endbeständen von ausgewählten (spezialisierten) Intermediären sowie zu weiteren Variablen verwendet. Die Autoren nutzen einen modelltheoretischen Filter, der Fundamentalwerte von „Noise“ (Random Walk und Stationarität) unterscheidet. Die stationäre Komponente repräsentiert dabei die verzerrte Preissetzung in Bezug auf den Fundamentalwert. Die daraus abgeleitete Größe für den sogenannten bedingten Preisdruck wird mit der Häufigkeit und Länge des Preisdruckeffekts zu einem durchschnittlichen Preisdruck zusammengefasst und als Kennziffer der durch Preisdruck bedingten vorübergehenden Volatilität verwendet. Diese reicht von 0,17 % für große Aktiengesellschaften bis hin zu 1,2 % für kleine. Insgesamt wird ein ökonomisch bedeutsamer Preisdruck von durchschnittlich 0,42 % mit einer durchschnittlichen zeitlichen Länge von 0,92 Tagen nachgewiesen. Zur Erklärung der vorgefundenen empirischen Ergebnisse entwickeln die Autoren ein dynamisches Modell. Dessen gedanklicher Hintergrund ist die Überlegung, dass Intermediäre über die Annahme von Verkaufsangeboten liquiditätssuchender Investoren ihr Preisrisiko durch Erhöhung ihres Bestandes steigern. Um einen Kaufanreiz zu geben und einen Mean-Reversion-Effekt herbeizuführen, senken die Intermediäre den Bid- und Ask-Preis, sodass der mittlere Preis (als Durchschnittswert aus Bid- und Ask-Preis), der ansonsten in der Höhe des Fundamentalwertes liegt, unter diesen sinkt. Es besteht somit ein Trade-off zwischen dem Einnahmeverlust durch Preisdruck und dem Preisrisiko der Bestandshaltung. Die Abweichung des mittleren Preises vom Fundamentalpreis wird als Maßzahl des Preisdrucks verwendet. Die Autoren können durch diese Vorgehensweise Wohlfahrtsverluste in Höhe von 3,23 Basispunkten des Handelsvolumens identifizieren.

Platz 3: *DeMiguel, V./Plyakha, Y./Uppal, R./Vilkow, G.*: Improving Portfolio Selection Using Option-Implied Volatility and Skewness. (858 Downloads, Platz 5 nach Downloads pro Tag)

Es wird geprüft, ob und – falls ja – welche aus der Anwendung der Optionspreistheorie extrahierten Informationen hilfreich bei Portfolioselektionen mit einer großen Zahl an Aktien sind. Dabei zeigt sich, dass der Rückgriff auf implizite Volatilitäten und Korrelationen nicht zu einer signifikanten Steigerung der Performance im Rahmen der Portfoliooptimierung führt. Anders verhält es sich mit der Nutzung von Informationen über Volatilitätsrisikoprämien und implizite Schiefen. Hierdurch lassen sich sowohl Sharpe Ratios als auch Sicherheitsäquivalente signifi-

kant steigern – allerdings zulasten einer höheren Umschlagshäufigkeit im Portfolio.

Platz 4: *Schweikhard, F./Tsesmelikadis, Z.*: The Impact of Government Interventions on CDS and Equity Markets. (848 Downloads, Platz 1 nach Downloads pro Tag)

Die Autoren befassen sich mit den grundlegenden Fragen, ob während der Finanzkrise eine unterschiedliche Einschätzung des Ausfallrisikos eines Unternehmens durch den Markt für Fremdkapital und den Markt für Eigenkapital erfolgte und – falls ja – wie diese abweichenden Bewertungen erklärt werden können. Zur empirischen Analyse wird ein Modell entwickelt, das aus Aktienkursen, fundamentalen Unternehmensdaten und Optionen auf Eigenkapital eigenkapitalorientierte Kreditspreads der Unternehmen generiert. Durch einen Vergleich mit den tatsächlichen Marktdaten kann gezeigt werden, dass die eigenkapital- und fremdkapitalbezogenen Kreditspreads in der Vor-Krisen-Periode eng beieinander lagen und während der Krise immer weiter auseinander fielen. Dieser „Keil“ ist vermehrt im Finanzsektor und dort insbesondere ausgeprägt im Bankenbereich aufgetreten. Als mögliche Ursache kann die unterschiedliche Behandlung von Fremd- und Eigenkapital bei staatlichen Interventionen, bei der die Sicherung der Ansprüche der Gläubiger im Vordergrund steht, empirisch bestätigt werden. Damit wird nachgewiesen, dass staatliche Rettungsmaßnahmen oder deren Ankündigungen, die vor allem die Gläubiger vor Zahlungsausfall schützen (sollen) und weniger das Vermögen der Unternehmenseigentümer vor Verlusten, zu einem höheren eigenkapitalinduzierten Ausfallrisiko führen. Darüber hinaus wird gezeigt, dass Unternehmensgröße, Ausfallkorrelationen und makroökonomische Krisenindikatoren die Abweichungen der Kreditspreads positiv beeinflussen, was u. a. die sogenannte Too-Big-to-Fail-Hypothese stützt. Die Untersuchung bietet außerdem Lösungsansätze, die Höhe des Too-Big-to-Fail-Effekts, den Wert der staatlichen Interventionen für Unternehmensgläubiger und die Höhe des Vermögenstransfers von Steuerzahlern zu Unternehmensgläubigern zu beziffern.

Platz 5: *Barnea, A./Cronqvist, H./Siegel, S.*: Nature or Nurture: What Determines Investor Behavior? (821 Downloads, Platz 6 nach Downloads pro Tag)

Auf der Basis der Anlagedaten von 37.504 schwedischen ein- und zwei-eiigen Zwillingen wird empirisch geprüft, inwiefern genetische Dispositionen Einfluss auf individuelle Portfolioselektionsentscheidungen nehmen.



men. Ungefähr ein Drittel in den Unterschieden im Anlageverhalten lässt sich über genetische Einflüsse erklären. Begründet wird dies mit der Bedeutung genetischer Veranlagung für die individuelle Risikoeinstellung. Die Relevanz genetischer Aspekte für Anlageentscheidungen geht dabei deutlich über den Gesamteinfluss anderer individueller Charakteristika wie Alter, Geschlecht, Erziehung und Vermögen hinaus, die typischerweise in der Literatur angeführt werden. Weiterhin wird in dem Aufsatz aber auch die Bedeutung von Umwelteinflüssen aufgezeigt. Insbesondere erweisen sich für die untersuchten Zwillingspaare Unterschiede in den Umwelteinflüssen als deutlich wichtiger als entsprechende Gemeinsamkeiten. Das familiäre Umfeld ist nur für Anlageentscheidungen in jungen Jahren relevant und verliert mit zunehmendem Alter in aller Regel immer mehr an Einfluss.

Platz 6: *Billio, M./Pelizzon, L./Getmansky, M./Isenberg, E. M./Lo, A. W.*: Econometric Measures of Systemic Risk in the Finance and the Insurance Sectors (739 Downloads, Platz 2 nach Downloads pro Tag)

Die Autoren untersuchen in ihrem Beitrag Kennzahlen des systemischen Risikos von Finanzmärkten. Als systemisches Risiko wird hier die Wahrscheinlichkeit bezeichnet, dass eine in einer kurzen Zeitspanne auftretende Abfolge von korrelierten Zahlungsausfällen in Finanzinstitutionen einen Abfluss von Liquidität und einen Vertrauenseinbruch für das gesamte Finanzsystem auslöst. Dies beschränkt sich nicht auf Banken, sondern bezieht auch Fonds, Versicherungsgesellschaften und Broker mit ein. Die Autoren verwenden verschiedene ökonometrische Kennzahlen für das systemische Risiko, die die Vernetzung der monatlichen Renditen von Hedgefonds, Banken, Brokern und Versicherungsunternehmen erfassen. Methodisch greifen sie dazu auf die multivariate Hauptkomponentenanalyse (PCA) und Granger-Kausalitätstests zurück, die Kausalität als Vorhersagekraft einer Größe für die Wertentwicklung einer anderen Größe messen. Sie finden heraus, dass alle vier Sektoren in der letzten Dekade in enger Beziehung zueinander standen und damit das Niveau des systemischen Risikos im Finanz- und Versicherungssektor erhöhten. Mithilfe der Kennzahlen können darüber hinaus Krisenperioden des Finanzsektors identifiziert und quantifiziert werden.

Platz 7: *Anginer, D./Yildizhan, C.*: Is There a Distress Risk Anomaly? Corporate Bond Spread as a Proxy of Default Risk. (655 Downloads, Platz 7 nach Downloads pro Tag, auch für die Jahrestagung der American Finance Association (AFA) 2011 zur Präsentation angenommen)

Kredit und Kapital 1/2011

Obschon die Finanzierungstheorie einen positiven Zusammenhang zwischen dem Ausfallrisiko eines Unternehmens und der Höhe der erwarteten Eigenkapitalrendite postuliert, kommen zahlreiche empirische Untersuchungen zu einem gegenteiligen Ergebnis. Die Autoren weisen nach, dass bei Verwendung von marktbasierenden unternehmensspezifischen Kreditspreads zur Abbildung des Ausfallrisikos dieser scheinbare Widerspruch aufgelöst wird. Zunächst zeigen sie, dass die Renditen notleidender Unternehmen im Zusammenhang mit den drei Unternehmensmerkmalen „hohe Verschuldung“, „hohe Volatilität“ und „niedrige Profitabilität“ stehen. Anschließend verwenden die Autoren markt-basierte unternehmensspezifische Kreditspreads als Kennziffer zur Messung des Ausfallrisikos. Es kann gezeigt werden, dass mithilfe von Kreditspreads das unternehmensspezifische Ausfallrisiko besser vorhergesagt werden kann als bei Verwendung von Kapitalstrukturmodellen, Ratings oder Fundamentaldaten, da diese nicht den systematischen Aspekt der Unternehmensausfälle berücksichtigen, der durch korreliertes und in schlechten Zeiten vermehrtes Auftreten zum Ausdruck kommt. Bei Verwendung der Kreditspreads zur Abbildung des Ausfallrisikos finden sich entgegen zahlreichen anderen Untersuchungen keine Anhaltspunkte dafür, dass Unternehmen mit hohem Ausfallrisiko abnormal niedrige Eigenkapitalrenditen erwirtschaften.

### III. Vergleich mit der DGF-Tagung 2010 in Hamburg

Vom 7. bis 9. Oktober 2010 fand in Hamburg die 17. Jahrestagung der DGF statt. Diese Tagung stellt hinsichtlich der fachlichen Inhalte und der Zielgruppen das deutsche Äquivalent zur EFA-Tagung dar. Auf der DGF-Tagung wurden 75 (2009: 77) Beiträge vorgestellt, deren Gesamt-Downloadzahl bei SSRN zum 31.10.10 4.740 (2009: 5.672) betrug. Dabei sind indes nur 37 (2009: 38) Papiere öffentlich verfügbar gewesen (folglich etwa 125 Downloads je öffentlich zugänglichem Manuskript). Wie schon erwähnt, ist also auch hier ein Rückgang der Downloadzahlen beobachtbar, wenngleich in viel geringerem Umfang als bei den EFA-Tagungen.

Im Bericht zur EFA-Tagung 2009 in Bergen (Kredit und Kapital 1/2010) wurde ein ausführlicher Vergleich zur DGF-Tagung 2009 in Frankfurt durchgeführt. Die dort beschriebenen Unterschiede haben auch im Jahre 2010 noch Bestand. So sind dieselben zehn Länder wie 2009 vertreten und haben Autoren von deutschen Institutionen mit 69,34% den bei weitem größten Anteil an allen präsentierten Beiträgen. Zusammen mit den

Autoren aus Österreich und der Schweiz beläuft sich der Anteil von Autoren aus deutschsprachigen Ländern auf beinahe 80%. Autoren aus den USA stellen mit 6,67% den größten Anteil aller ausländischen Vertreter, und asiatische Beiträge sind erneut gar nicht vertreten. Ob es sich unter solchen Vorzeichen lohnt, die gesamte DGF-Tagung auf Englisch abzuhalten, scheint mindestens diskutabel. Die beiden stärksten deutschen Hochschulen (gemessen über Beteiligungspunkte im Sinne gewichteter Beteiligungen von Autoren dieser Einrichtungen an Tagungsbeiträgen) der EFA-Tagung sind auch die beiden stärksten auf der DGF-Tagung. Es handelt sich hierbei um die Universität Mannheim und die Goethe-Universität Frankfurt. Die Universität Frankfurt trat dabei auf der EFA-Tagung mit 6,00 zu 3,92 Beteiligungspunkten für Mannheim erheblich stärker in Erscheinung als im Rahmen der DGF-Tagung, wo 7,83 versus 10,60 Beteiligungspunkte erreicht worden sind. Platz 3 nach Beteiligungspunkten ging in 2010 auf der DGF-Tagung an die Universität Münster, die im Rahmen der EFA-Tagung 2010 gar nicht vertreten war.

#### **IV. Ein Rückblick auf die EFA-Tagung 2009 in Bergen**

Zum Ende dieses Aufsatzes soll nochmals die EFA-Tagung in Bergen aufgegriffen werden. Eine Internetrecherche hat ergeben, dass mindestens 23 der dort präsentierten Aufsätze mittlerweile publiziert oder zur Publikation angenommen worden sind. Die 23 Aufsätze sind dabei durch eine extrem hohe Qualität charakterisiert, liegt doch der durchschnittliche Punktwert gemäß Handelsblattbeurteilung bei ungefähr 0,78: 11 Aufsätze weisen einen HB-Wert von 1 auf, 6 einen von 0,7, 4 einen von 0,5 und je einer einen von 0,4 bzw. 0,3. Von den 23 Beiträgen sind nur drei bis Oktober 2009 nicht über SSRN verfügbar gewesen. Dies bestätigt die im letzten Tagungsbericht geäußerte Vermutung, dass die über SSRN nicht zugänglichen Arbeiten sich in einem eher frühen Stadium der Erstellung befinden und/oder nur von begrenzter Bedeutung oder Qualität selbst nach Ansicht der jeweiligen Autoren sind. Interessant ist auch, dass durchaus ein grundsätzlicher Zusammenhang zwischen den in 2009 erhobenen Downloadzahlen sowie den Handelsblattpunkten der Publikationen zu bestehen scheint. Während die 17 mit mindestens 0,7 bewerteten Beiträge im Durchschnitt ca. 524 Downloads bis Oktober 2009 aufgewiesen haben, liegt dieser Wert für die übrigen sechs Papiere nur bei ca. 96. Rechnet man die drei Papiere heraus, die nicht zum Download verfügbar waren, so lauten die beiden Werte 593 und 115. Die sechs Beiträge mit maximal 0,5 HB-Punkten liegen damit auch deutlich

unter der durchschnittlichen Downloadzahl von 272 über alle in 2009 öffentlich über SSRN bereitgestellten Papiere, während die höherwertig publizierten Aufsätze spürbar über diesem Durchschnitt liegen. Es scheint also durchaus gerechtfertigt, Downloadzahlen für Arbeitspapiere als einen groben Indikator des künftigen Publikationserfolgs zu nutzen, wenn noch keine weiteren Informationen verfügbar sind. Diese Frage sollte ebenfalls in Zukunft genauer untersucht werden.

In *Tabelle 3* ist die Verteilung der Publikationen nach verschiedenen Kriterien in Abhängigkeit der regionalen Herkunft der Beiträge dargestellt. Erstens sind die ungewichteten Beitragspunkte je Land aufgeführt. Zweitens wurden diese mit den jeweiligen Handelsblattpunkten der Zeitschriften gewichtet. Drittens erfolgt die Gewichtung mit den jeweiligen Downloadzahlen der entsprechenden Papiere (bis Oktober 2009). Die letzte Spalte gibt ungewichtet den Anteil der betreffenden Länder an allen auf der EFA-Tagung 2009 präsentierten Aufsätze an. *Tabelle 4* weist die Korrelationen zwischen den diversen Reihungen aus, die generell sehr hoch sind. Auffällig ist, dass die Bedeutung der USA bei den Publikationen grundsätzlich noch höher ist als bei den Präsentationen. Vor allem gilt dies bei qualitätsgewichteter Betrachtung der Publikationen. Von den Top 10 nach Präsentationsbeteiligungen sind nur Gastgeber Norwegen sowie die Schweiz und Spanien nicht in der Publikationsliste vertreten. Man wird gespannt sein dürfen, als wie stabil sich dieser Befund speziell für Gastgeber Norwegen in späteren Jahren erweisen wird. Bemerkenswert ist schließlich die außerordentlich geringe Bedeutung britischer Autoren im Hinblick auf die bislang publizierten 23 Beiträge, obwohl 10 % aller Beiträge auf der EFA-Tagung 2009 Autoren aus Großbritannien zuzuordnen sind. Nicht ganz so dramatisch, aber doch von vergleichbarer Tendenz stellt sich die Situation für Aufsätze von Autoren aus Deutschland dar.

## V. Fazit

Im Vergleich zwischen den beiden EFA-Tagungen 2009 in Bergen und 2010 in Frankfurt fällt vor allem die in 2010 viel geringere Zahl an Gesamtdownloads ins Auge, die sich nicht einfach durch eine geringere öffentliche Zugänglichkeit von Manuskripten erklären lässt. Zugleich hat sich die Bedeutung deutscher Beiträge auf der EFA-Tagung sowohl nach reiner Quantität als auch nach Qualität (gemessen über Downloadzahlen) erheblich erhöht. Auch bzgl. der jeweiligen Hauptthemengebiete auf den

Tabelle 3

**Publikationen auf Basis von Tagungsbeiträgen der EFA 2009**

	Anteil ohne Qualitäts- gewichtung	Anteil nach HB-Punkten gewichtet	Anteil nach Downloads gewichtet	Anteil an allen Beiträgen auf EFA 2009
USA	57,97 %	63,50 %	72,80 %	45,98 %
Kanada	6,52 %	4,00 %	1,60 %	5,47 %
Niederlande	5,80 %	5,96 %	7,34 %	4,84 %
China	5,80 %	6,15 %	1,80 %	0,95 %
Deutschland	4,35 %	3,35 %	1,12 %	7,13 %
Italien	4,35 %	2,23 %	0,59 %	2,17 %
Frankreich	4,35 %	5,59 %	2,81 %	3,84 %
Dänemark	4,35 %	2,79 %	2,87 %	2,33 %
Österreich	2,17 %	1,40 %	0,27 %	0,58 %
Belgien	1,45 %	1,30 %	5,63 %	0,78 %
Schweden	1,45 %	1,86 %	2,31 %	1,47 %
Großbritannien	1,45 %	1,86 %	0,84 %	10,28 %

Tabelle 4

**Korrelationsmatrix zu Publikationen auf Basis  
von Tagungsbeiträgen der EFA 2009**

	Anteil ohne Qualitäts- gewichtung	Anteil nach HB-Punkten gewichtet	Anteil nach Downloads gewichtet	Anteil an allen Beiträgen auf EFA 2009
Anteil ohne Qualitäts- gewichtung		99,76 %	98,96 %	96,78 %
Anteil nach HB-Punk- ten gewichtet			99,31 %	96,95 %
Anteil nach Down- loads gewichtet				96,41 %

beiden Tagungen gibt es markante Unterschiede, ohne dass hierfür ein Grund zu erkennen sein dürfte. Vergleichsweise konstant ist die Beteiligung von Autoren aus den verschiedenen Ländern, sieht man von der einen oder anderen Sonderentwicklung ab. So fällt ins Auge, dass das jeweilige Gastgeberland in Bergen bzw. Frankfurt deutlich stärker als auf der jeweils anderen Tagung vertreten gewesen ist.