

explaining and benchmarking corporate bond returns

CFR working paper 17-03

Je höher das systematische Risiko eines Wertpapiers, desto höher ist dessen erwartete Rendite. Dabei spielen verschiedene Risikoarten eine Rolle. Für die erwarteten Renditen von Unternehmensanleihen sind dies das Ausfallrisiko, das Laufzeitrisiko und das Illiquiditätsrisiko.

In dieser Studie wird der Frage nachgegangen, wie die systematischen Risiken von Unternehmensanleihen am besten gemessen werden können. Dazu werden zunächst zwei Konzepte gegenübergestellt und miteinander verglichen. Zum einen erfolgt die Messung der Risiken durch die Sensitivitäten (Betas) der Anleihen gegenüber Portfolios, die bestimmte systematische Risiken repräsentieren. So soll zum Beispiel ein Portfolio bestehend aus einer long-Position in langlaufenden Anleihen und einer short-Position in kurzlaufenden Anleihen das Laufzeitrisiko repräsentieren. Zum anderen werden die Risiken anhand der Eigenschaften von Unternehmensanleihen gemessen, beispielsweise durch die Duration der Anleihen.

Die Güte der Risikomaße bewerten die Autoren anhand deren Vorhersagekraft für die realisierten Anleiherenditen. Je besser sich Anleiherenditen durch ein Risikomaß vorhersagen lassen, desto höher wird die Qualität des jeweiligen Maßes eingestuft. Dem zu Grunde liegt die Annahme, dass die realisierten Anleiherenditen im Mittel eine gute Approximation für die erwarteten Renditen darstellen.

Weiterhin untersucht die vorliegende Studie, ob außer den oben genannten Betas und Charakteristika der Anleihen außerdem noch deren Yield-to-Maturity (Interner Zins) einen zusätzlichen Beitrag zur Vorhersage der Anleiherenditen liefert. Dabei wird davon ausgegangen, dass der interne Zins einer Anleihe die von Investoren geforderte Kompensation für alle relevanten Risiken der Anleihe widerspiegelt und somit möglicherweise die Vorhersage der Anleiherenditen durch die oben genannten Maße verbessern kann.

Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass Anleihecharakteristika wie das Rating der Anleihe oder deren Duration genauso gut oder besser in der Lage sind, realisierte Anleiherenditen vorherzusagen als die entsprechenden Betas. Weiterhin belegen die Autoren, dass insbesondere das Liquiditätsrisiko am besten durch ein Charakteristikum der Anleihe gemessen wird, nämlich durch das von Amihud (2002) eingeführte Liquiditätsmaß. Es wird außerdem dokumentiert, dass der interne Zins einer Anleihe einen Beitrag zur Erklärung der Anleiherenditen liefert, der über den der oben genannten Maße hinausgeht. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass der interne Zins besser in der Lage ist, Ausfallrisiko zu messen als dies durch andere Maße wie z.B. dem Rating der Anleihe möglich ist. Aufbauend auf diesen Ergebnissen präsentieren die Autoren schließlich eine Methode zur Konstruktion einer Benchmark für Anleihen und Anleiheportfolios.