

**A. Kempf • D. Mayston**

## **Liquidity commonality beyond best prices**

**CFR working paper 06-04**

Gerade für aktive institutionelle Anleger ist es von großer Bedeutung, jederzeit neue Investments eingehen und vorhandene Investments wieder auflösen zu können. Nur dann sind sie in der Lage, die Zusammensetzung ihres Anlageportfolios an sich ändernde Rahmenbedingungen anzupassen. Deshalb orientieren sich Anleger zunehmend nicht nur an erwarteter Rendite und Risiko eines Anlageinstrumentes, sondern auch an dessen Liquidität.

Da sich die Liquidität von Wertpapieren im Zeitablauf ändern kann, sind die Anleger neben einem Renditerisiko auch einem Liquiditätsrisiko ausgesetzt. Dieses ist umso bedrohlicher, je stärker sich die Liquidität der verschiedenen Wertpapiere gleichgerichtet verändert. Das Liquiditätsrisiko lässt sich in diesem Fall nicht durch Diversifikation umgehen, sondern Anleger müssen die mit Illiquidität verbundenen höheren Handelskosten tragen. In der empirischen Asset-Pricing-Literatur wurde gezeigt, dass Anleger für die Übernahme von systematischem Liquiditätsrisiko eine Risikoprämie in Form höherer erwarteter Rendite verlangen.

Damit ist aber noch nicht die für Anleger zentrale Frage beantwortet, welcher Anteil des gesamten Liquiditätsrisikos systematischer Natur ist und damit nicht diversifiziert werden kann. Bisherige Studien wie bspw. Chordia/Roll/Subrahmanyam (2000) oder Hasbrouck/Seppi (2001) kommen zu dem Ergebnis, dass der systematische Anteil am Liquiditätsrisiko mit etwa 1 - 3 % relativ gering ist. Wir zeigen in der vorliegenden Arbeit, dass die bisherigen Arbeiten das Ausmaß der systematischen Liquidität deutlich unterschätzen. Der systematische Anteil des Liquiditätsrisikos kann sich bis auf etwa 20% des Gesamtrisikos belaufen.

Die zentralen Ergebnisse unserer Studie lauten: Das systematische Liquiditätsrisiko ist für Anleger beträchtlich. Dies gilt besonders für institutionelle Anleger, deren Aufträge nicht immer zum besten Geld- oder Briefkurs abgewickelt werden, sondern tiefer in das Orderbuch gehen. Morgens ist der Anteil des systematischen Liquiditätsrisikos größer als während des restlichen Tages. Wenn die Märkte fallen, steigt das Ausmaß des systematischen Liquiditätsrisikos, d.h. eine Diversifikation von Liquiditätsrisiken ist dann besonders schwierig, wenn Anleger sie dringend brauchen.