

Aandelenmarkten in Centraal- en Oost-Europa

De aanwezigheid van aandelenmarkten verkleint de financieringsrestricties en bevordert daarmee de economische groei. Terwijl de economieën van Centraal- en Oost-Europa zich in de afgelopen jaren sterk hebben ontwikkeld, blijven de aandelenmarkten in deze regio achter vergeleken bij andere regio's in de wereld. Een belangrijke vraag is wat hieraan ten grondslag ligt en wat de gevolgen hiervan zijn.

Sinds 1 mei 2004 zijn tien nieuwe lidstaten uit Centraal- en Oost-Europa (CEEC's) tot de Europese Unie toegetreden. De meeste landen liggen qua welvaartsniveau flink achter op de oude EU-lidstaten. Om deze welvaartsachterstand de komende jaren in te halen, moeten deze landen de komende decennia nog een flinke economische groei doormaken. Empirisch onderzoek toont aan dat een ontwikkelde financiële sector kan bijdragen aan economische groei (Levine, 2004). Hoewel het niet veel uit lijkt te maken of een land vooral een markt- of bankgeoriënteerd systeem heeft, is het van belang dat het systeem voldoende liquide is en dat er iets te kiezen valt (Rousseau en Wachtel, 2005). Dit betekent dat landen met alleen een bancair kanaal iets te winnen hebben bij de ontwikkeling van lokale aandelenmarkten. Eén van de belangrijkste voordelen is dat het de financieringsrestricties van bedrijven kan verkleinen, in zowel prijs als hoeveelheid. Voor beleggers biedt een veelzijdiger financieel systeem meer mogelijkheden tot risicodiversificatie. Aandelenmarkten brengen daarbij verschaffers en vragers van vooral meer risicodragend vermogen bij elkaar, waardoor potentieel hoog renderende investeringen sneller kunnen worden gefinancierd. In dit artikel wordt aangetoond dat de ontwikkeling van de aandelenmarkten in Centraal- en Oost-Europa achterblijft in vergelijking met de ontwikkeling van aandelenmarkten in andere opkomende economieën. De vraag is wat hieraan ten grondslag ligt en wat de gevolgen hiervan zijn.

De ontwikkeling van aandelenmarkten in CEEC's

Tegen de achtergrond van de geschetste voordelen is het interessant te kijken hoe de aandelenmarkten in CEEC's zich hebben ontwikkeld in het afgelopen decennium. Een voor de hand liggende indicator hiervoor is de marktkapitalisatie in termen van het bbp. Figuur 1 laat zien dat volgens deze maatstaf de aandelenmarkten in CEEC's wat zijn gegroeid, maar dat deze nog beduidend kleiner zijn dan die in OESO-landen en de opkomende economieën in

Azië en Latijns-Amerika. Eenzelfde beeld ontstaat als de liquiditeit van de aandelenmarkten in CEEC's, gedefinieerd als de waarde van de verhandelde aandelen in termen van het bbp, in ogenschouw wordt genomen. Figuur 2 wijst uit dat de gemiddelde liquiditeit van de beurzen in de CEEC's (amper tien procent van het bbp in deze regio) nog geen fractie is van die in de OESO-landen, waar de liquiditeit niet zelden de omvang van het bbp overtreft. Ook de beurzen in opkomend Azië kennen doorgaans een veel grotere handelsactiviteit dan die in CEEC's. Gelet op deze ontwikkelingen, rijst de vraag welke factoren van invloed zijn op de bloei van aandelenmarkten. Empirische studies indiceren dat lokale financiële markten worden gestimuleerd door een omgeving van hoge economische groei, een stabiel macro-economisch beleid, financiële openheid en marktvriendelijke instituties. Voorbeelden van marktvriendelijke instituties zijn het ontbreken van onnodige administratieve procedures en adequaat marktzicht (De La Torre en Schmukler, 2004). In tabel 1 is de ontwikkeling van een aantal relevante variabelen (fundamentals) opgenomen. Wat opvalt, is dat in tien jaar tijd het bbp per capita in de CEEC's is verdubbeld. Hiermee groeit de welvaart beduidend harder dan in andere opkomende regio's. Het macro-economische beeld is wat minder eenduidig. Hoewel de inflatie spectaculair is gedaald, is de verbetering in het begrotingsbeleid minder indrukwekkend, ook vergeleken bij andere regio's. De CEEC's zijn aantrekkelijk voor buitenlandse investeerders en trekken daarom relatief veel buitenlands kapitaal aan. Gemiddeld genomen, bedroegen de buitenlandse private investeringen in 2005 ruim dertig procent van het lokale bbp.

Om wat meer formele grip te krijgen op de vraag welke factoren de aandelenmarkten van opkomende economieën in het bijzonder drijven, is gebruik gemaakt van een panelregressie die is geschat voor 27 opkomende economieën gelegen in Centraal- en Oost-Europa, Azië en Latijns-Amerika. Een *poolability* test heeft uitgewezen dat deze landen gezamenlijk in een panel kunnen worden opgenomen. Mede op basis van een Hausman-test is gebruik gemaakt van OLS met *fixed effects* om rekening te houden met landspecifieke factoren die niet worden gevangen door de onafhankelijke variabelen. In lijn met het onderzoek van El-Wassal (2005), wordt lokale marktkapitalisatie in termen van bbp als maatstaf gebruikt voor aandelenmarktontwikkeling. Ook de keuze voor de onafhankelijke variabelen volgt deze studie. De resultaten in tabel 2 suggereren dat de aande-

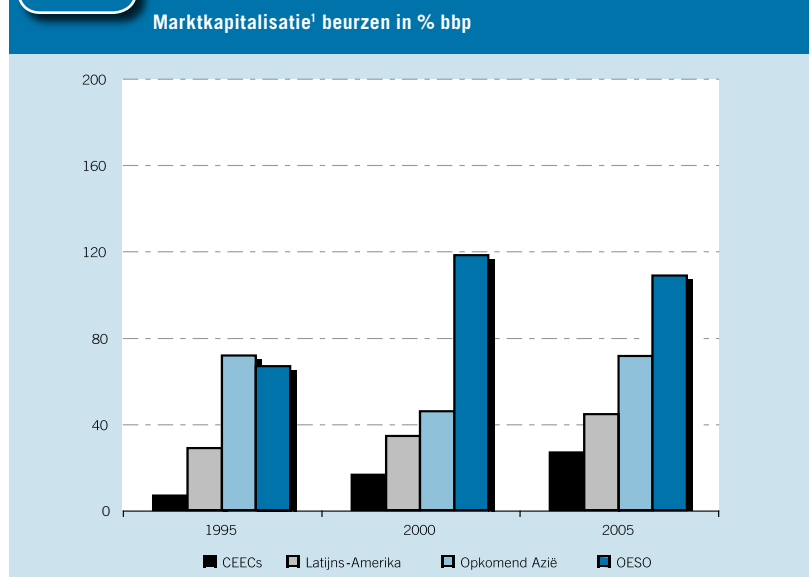
lenmarkten in opkomende economieën positief en significant worden beïnvloed door een snellere groei van het bbp per capita. Macro-economisch mismanagement in de vorm van oplopende begrotingstekorten en hoge inflatie remt de ontwikkeling van lokale aandelenmarkten. Openheid ten aanzien van handel en financiële diensten correleren eveneens positief met lokale marktkapitalisatie. Voor financiële openheid is gebruik gemaakt van twee maatstaven: een institutionele index van Chinn en Ito (2007) die kapitaalcontroles in de financiële rekening vangt (eerste modelspecificatie) en de instroom van buitenlands kapitaal in termen van het bbp (tweede modelspecificatie (IMF, 2006)). In deze tweede specificatie hangt een hogere reële rente ook negatief samen met de kapitalisatie van de aandelenmarkt.

Ondanks de indrukwekkende vooruitgang in de fundamentals over de steekproefperiode, valt de ontwikkeling van de aandelenmarkten in de CEEC's tegen. Dit beeld wordt niet alleen in figuren 1 en 2, maar ook in de formele analyse bevestigd. Op basis van de in-sample-voorspelling van de tweede modelspecificatie, lag de gemiddelde marktkapitalisatie voor de gehele steekproef in 2005 op 28 procent van het bbp. Voor CEEC's lag de marktkapitalisatie gemiddeld echter acht procentpunt lager. Bovendien toont figuur 3 aan dat deze afwijking in de afgelopen tien jaar nauwelijks is afgenomen. Omdat er gebruik is gemaakt van een in-sample-voorspelling is er getoetst voor de normaliteit van de residuen, de nulhypothese van normaliteit wordt volgens de Jarque-Bera test niet verworpen.

Rol van internationalisatie

Claessens, Klingebiel en Schmukler (2004) geven een mogelijke verklaring voor het achterblijven van de aandelenmarkten in Centraal- en Oost-Europa. Zij zijn van mening dat gezonde fundamentals weliswaar de groei van lokale aandelenmarkten bevorderen, maar dat ze lokale bedrijven ook stimuleren een notering in het buitenland te nemen (internationalisatie). Dit kan via een rechtstreekse (al dan niet dubbele) notering of via een indirecte weg bijvoorbeeld met behulp van een *depository receipt* program. Een *depository receipt* is een verhandelbaar certificaat van bijvoorbeeld een Hongaarse onderneming die genoteerd staat aan de Hongaarse beurs en die via bijvoorbeeld een Duitse bank op de Duitse beurs wordt verhandeld. Bij opkomende economieën blijkt dat gezonde fundamentals vooral een notering in het buitenland stimuleren. In deze landen is de marktkapitalisatie van bedrijven met een buitenlandse notering fors gestegen ten opzichte van de marktkapitalisatie van alle bedrijven (ook in verhouding tot ontwikkelde landen). Op het eerste gezicht lijkt dit contra-intuïtief. Men zou verwachten dat gezonde fundamentals, en de stimulans die ze geven aan lokale financiële markten, de prikkels voor bedrijven vermindert in het buitenland kapitaal te vergaren. Het tegendeel blijkt waar: in een wereld van vrij kapitaalverkeer faciliteren betere funda-

figuur 1

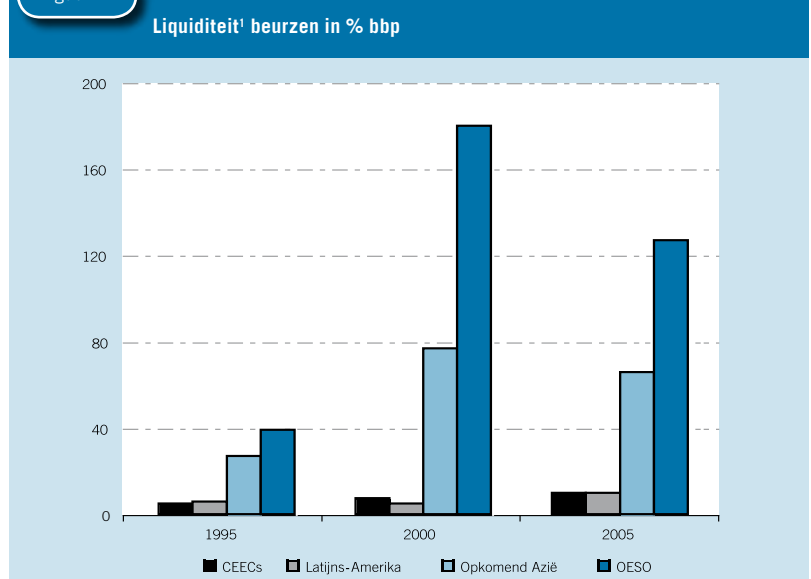


¹ Gedefinieerd als de marktwaarde van alle aandelen
Ratio's zijn berekend aan de hand van gewogen gemiddelden

Bron: Wereldbank

mentals in opkomende economieën vooral de toegang tot grote buitenlandse financiële markten en daarmee een grotere pool beleggers (De la Torre, Gozzi en Schmukler, 2006). Gezonde fundamentals zijn weliswaar noodzakelijk, maar dus niet voldoende voor de ontwikkeling van een lokale aandelenmarkt. Dit verklaart vermoedelijk ook de relatief geringe verklaringskracht van de twee modellen. Om een tweetal redenen is het denkbaar dat bedrijven in Centraal- en Oost-Europa gemiddeld genomen wat vaker een buitenlandse notering nemen dan bedrijven in andere opkomende economieën (Köke en Schröder, 2002). Ten eerste is de doorsnee binnenlandse markt van een Aziatische of Latijns-Amerikaanse opkomende economie een stuk groter dan die van een Centraal- of Oost-Europees land. Een grotere markt biedt meer ruimte de schaalvoordelen en agglomeratie-effecten van een beurs te benutten. Dit is van belang om de vaste kosten per transactie te verlagen. Ten tweede is de verwevenheid met een volwassen financiële markt in het geval van CEEC's veel sterker dan bij Aziatische of Latijns-Amerikaanse landen. Hun lidmaatschap met de EU betekent bijvoor-

figuur 2



¹ Gedefinieerd als de marktwaarde van alle verhandelde aandelen
Ratio's zijn berekend aan de hand van gewogen gemiddelden

Bron: Wereldbank

tabel 1

Ontwikkeling fundamentals aandelenmarkten opkomende economieën (gewogen gemiddelden)

	bbp/capita*			Overheidssaldo/bbp			Inflatie (percentage)			Financiële openheid**		
	1995	2000	2005	1995	2000	2005	1995	2000	2005	1995	2000	2005
CEECs	4.655	4.828	9.858	-3,0	-4,1	-2,1	30,3	11,8	4,3	13,1	21,4	34,2
Opkomend Azië	3.166	2.914	4.280	-1,0	-3,6	-2,3	10,4	2,9	5,9	8,7	11,0	12,3
Latijns Amerika	4.046	4.521	5.212	-3,1	-2,0	0,1	28,6	16,6	6,5	21,2	19,1	18,4

* In constante US dollars

** Gemeten als totale instroom buitenlands private sector kapitaal in % bbp

beeld dat ondernemingen in Centraal- en Oost-Europa bekend zijn met financiële wetgeving in de EU, die een overstap naar grote westerse beurzen vergemakkelijkt (zeker als investeerders daarbij percipiëren dat CEEC's snel lid kunnen worden van de monetaire unie, wat de wisselkoersrisico's beperkt). Dit stelt ze in staat te profiteren van lagere informatie- en transactiekosten en een bredere investeerdersbasis. Deze twee verklaringen zijn formeel getoetst door de relatieve omvang van het lokale bbp en de afstand tot het dichtstbijzijnde financieel centrum, als ruwe proxy voor financiële verwevenheid (Vallejo, 1998), mee te nemen in de modelschatting. Als dichtstbijzijnde financiële centra zijn gehanteerd: Frankfurt, Tokyo, Hongkong en New York. Hoewel deze proxy minder relevant wordt in de gedigitaliseerde wereld, kan afstand nog steeds iets zeggen over de hoogte van culturele barrières die mogelijk ook relevant zijn in de keuze van beurslocaties. De resultaten in tabel 2 (derde modelspecificatie) suggereren inderdaad dat vooral een kleinere economie in combinatie met een geringe afstand tot een financieel centrum de ontwikkeling van lokale aandelenmarkten in opkomende economieën ontmoedigt. Toevoeging van deze variabelen aan het model levert ook een betere verklarings- en voorspellingskracht op, getuige de toename in de R-kwadraat en de geringere voorspelfouten in de in-sample-voorspelling.

Keerzijde internationalisatie

Een nadeel van internationalisatie is dat deze gepaard gaat met lagere handelsvolumes en liquiditeit in de lokale aandelenmarkten (Levine en Schmukler, 2004). Deze afname vindt plaats in twee fases. In de eerste fase vermindert de internationalisering het lokale handelsvolume van internationaal genoteerde bedrijven. De handel van de internationaal genoteerde bedrijven migreert naar internationale markten met een hogere liquiditeit en lagere kosten. In de tweede fase leidt een afname van dit handelsvolume, veroorzaakt door migratie van bedrijven naar het buitenland, tot een afname van het handelsvolume van de

overgebleven bedrijven. Daarnaast treedt op de lokale markt zelf ook een handelsverschuiving op van binnenlandse naar internationaal genoteerde bedrijven. Met andere woorden, niet alleen de koek, maar ook het deel van de koek bestemd voor bedrijven die alleen een lokale notering hebben, wordt kleiner. Geringere liquiditeit ontmoedigt de toetreding van nieuwe spelers tot de lokale markt, wat op zijn beurt de liquiditeit verder beperkt. Dit heeft belangrijke gevolgen. Uitgezonderd de grootste binnenlandse bedrijven, die financiering uit het buitenland kunnen halen, kan een minder betekenisvolle lokale beurs leiden tot meer externe financieringsrestricties voor lokale ondernemingen. Dit geldt vooral voor bedrijven met risicovollere maar mogelijke hoog renderende investeringsprojecten (Levine en Schmukler, 2004). Niet alleen wordt aandelenfinanciering zelf minder aantrekkelijk, maar door het achterblijven van concurrerende vermogensverstrekking en markt-discipline kan ook bancaire financiering duurder worden (Hais en Marin, 2005). In verhouding tot het eurogebied ervaren middelgrote bedrijven in CEEC's al meer problemen bij het verkrijgen van externe financiering (Voltz, 2004). Bovendien toont IMF-onderzoek (2005) aan dat investeringen in CEEC's vaker met interne middelen worden gefinancierd dan in overige opkomende economieën. Het achterblijven van de aandelenmarkten in CEEC's kan de externe

tabel 2

Determinanten aandelenmarktkapitalisatie

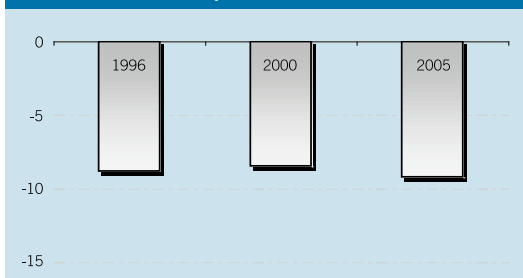
Onafhankelijke variabelen	Afhankelijke variabele: Log marktkapitalisatie/BBP								
	Model 1			Model 2			Model 3		
	Coefficient	St fout		Coefficient	St fout		Coefficient	St fout	
Log delta bbp-per-capita (-1)	0,211	0,141	*	0,266	0,136	*	0,040	0,151	
Overheidssaldo % bbp	0,047	0,014	***	0,049	0,014	***	0,041	0,014	***
Log (1+ inflatie)	-0,857	0,231	***	-0,824	0,230	***	-0,883	0,227	***
Reële rente (-1)	-0,005	0,004		-0,007	0,004	*	-0,003	0,004	
Log omzetpercentage op beurs (-1)	-0,053	0,037		-0,061	0,037		-0,050	0,037	
Dummy crisis	-0,291	0,137	**	-0,317	0,136	**	-0,266	0,134	**
Export en import % bbp	0,008	0,003	**	0,007	0,003	**	0,003	0,003	
Liberalisatie internationaal financieel verkeer	0,067	0,042	*						
Buitenlandse private kapitaalinstroom % bbp (-1)				0,011	0,005	**	0,011	0,004	**
Relatieve omvang bbp tov bbp financieel centrum							-0,224	0,261	
Relatieve omvang bbp * afstand financieel centrum							0,161	0,049	***
Aantal observaties	269			269			269		
R-kwadraat	0,12			0,13			0,27		
RMSE	6,86			6,80			6,65		

Resultaten zijn afkomstig van OLS regressies, waarbij een fixed effect model is gebruikt voor een panel van 27 landen tussen 1995 en 2005

*, **, *** betekent significant op respectievelijk 10, 5 en 1 procent

figuur 3

Voorspelling marktkapitalisatie CEEC's in % bbp



financieringrestricties voor bedrijven in deze regio verder vergroten. Vanuit het perspectief van lokale investeerders (die een beperking hebben in het buitenland te beleggen) kan het minder liquide worden van de aandelenbeurs ook nadelig zijn omdat dit de opties voor risicodiversificatie beperkt.

Opties voor rol aandelenbeurzen in CEEC's

Om de functie van een lokale beurs in CEEC's te behouden zijn er feitelijk drie opties. De eerste optie komt neer op het handhaven van de huidige situatie, dus ieder land houdt vast aan zijn eigen (kleine) aandelenbeurs. Hoewel dit politiek aantrekkelijk kan zijn, is dit waarschijnlijk geen levensvatbare optie in een wereld van financiële globalisering. De beurs moet in dit geval alle uitgaven aan IT-hardware en software voor het handelsstelsel zelf dragen, wat de kosten van een notering en van de handelstransacties relatief hoog maakt. Dit zal de omvang van de beurs mogelijk verder verkleinen en lijkt dus vanuit een economisch perspectief geen optimale keuze. De tweede optie is aantrekkelijker vanuit economisch perspectief: het opzetten van een Pan-CEEC's beurs (Köke en Schröder, 2002). Een gezamenlijke virtuele beurs kan verschillende schaalvoordelen opleveren door het delen van de kosten van bijvoorbeeld marketing en de afwikkeling van effectentransacties. Behalve door deze lagere kosten, kan de liquiditeit van de beurs toenemen als gevolg van bijvoorbeeld geharmoniseerde regelgeving en gecombineerde orderstromen voor identieke producten. Ondanks deze voordelen, kunnen de politieke belemmeringen groot zijn voor de creatie van een gezamenlijke beurs. Zo zal het lastig zijn een consensus te bereiken tussen bijvoorbeeld tien landen over welk handelssysteem er moet komen en hoe de kosten en baten tussen de beurzen te verdelen. De derde optie is dat net als de beurzen van de Baltische staten, de andere beurzen in CEEC's een alliantie aangaan met een West-Europese beurs. De drie Baltische staten hebben de zogenaamde Baltic List gecreëerd en hebben zich in 2005 aangesloten bij de Nordic Stock Exchange (Norex), een alliantie tussen de vier Noord-Europese aandelenbeurzen (Oslo, Stockholm, Kopenhagen en Helsinki). Samen vormen zij de OMX. Een fusie met een West-Europese beurs stelt de lokale beurs in de gelegenheid op te gaan in een nog diepere markt dan mogelijk is bij een pan-CEEC's beurs. De lagere

notering- en transactiekosten die hiermee gepaard gaan kan de lokale markt extra liquiditeit verschaffen, via bijvoorbeeld het aantrekken van nieuwe investeerders (zoals ook zichtbaar werd in Portugal toen de lokale beurs opging in Euronext). Een voordeel is dat daarbij lastige onderhandelingen tussen meerdere lidstaten worden vermeden (zoals bij een pan-CEEC's beurs) over hoe de baten en lasten te verdelen. Hier staat wel tegenover dat een bilaterale alliantie met een Westerse beurs, zoals Euronext, betekent dat de lokale beurs een juniorpartner wordt.

Conclusie

De rol van aandelenmarkten in CEEC's is relatief beperkt vergeleken bij andere opkomende economieën. Solide fundamentals zijn een noodzakelijke, maar niet een voldoende voorwaarde voor bloeiende aandelenmarkten in de CEEC's. Gegeven de vrijheid van kapitaalverkeer en de nabijheid van volwassen West-Europese financiële markten, is het voor grotere bedrijven uit CEEC's gemakkelijker en aantrekkelijker om financiering uit het buitenland te krijgen. Een mogelijk nadeel hiervan is dat de ontwikkeling van de lokale aandelenmarkten stagneert. Dit kan betekenen dat bedrijven die minder toegang hebben tot buitenlandse financiering te maken kunnen krijgen met meer financieringsrestricties. Om lokale beurzen aantrekkelijker te maken, is het daarom positief dat in navolging van de beurzen in de Baltische staten, ook de andere beurzen in de CEEC's allianties aangaan met West-Europese beurzen. Een voorbeeld hiervan is de samenwerking tussen de Hongaarse beurs en de Wiener Börse (beurs van Oostenrijk). Dit stelt de beurzen in Centraal- en Oost-Europa in staat op te gaan in een diepere markt. Vooral het middensegment en durfondernemingen in CEEC's kunnen hiervan profiteren via lagere financieringskosten.

LITERATUUR

- Chinn, M.D. en H. Ito (2007) *A new measure of financial openness*. Cambridge, MA: NBER.
- Claessens, S., D. Klingebiel en S.L. Schmukler (2004) *Assessing international equity markets: what firms from which countries go abroad?* Washington: World Bank policy research working paper nr. 4146.
- Claessens, S., D. Klingebiel en S.L. Schmukler (2004) *Stock market development and internationalization: do economic fundamentals spur both similarly?* Washington: World Bank background paper.
- De La Torre, A., J.C. Gozzi en S. Schmukler (2006) *Capital market development: whether Latin American capital markets?* Washington: World Bank working paper nr. 33198.
- El-Wassal, K.A. (2005) Understanding the growth in emerging stock markets, *Journal of Emerging Market Finance*, 4(3) 227-261.
- Hais, P.R. en S. Marin (2005) *Options for developing financial markets – lessons from Asia for Central and Eastern Europe*. Washington: European Institute working paper januari 2005.
- Köke, J. en M. Schröder (2002) *The future of Eastern European capital markets*, Luxemburg: EIB papers.
- IMF (2005) *Corporate finance in emerging markets, global financial stability report*. Washington: IMF.
- IMF (2006) *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*. Washington: IMF.
- Levine, R. (2004) Finance and Growth, in: Aghion, P. en S. Durlauf (red.), *Handbook of economic growth*. Amsterdam: Elsevier Press.
- Levine, R. en S.L. Schmukler (2004) *Migration, spillovers and trade diversion: the impact of internationalisation on domestic stock market activity*. Washington: World Bank working paper.
- Rousseau, P.L. en P. Wachtel (2005) *European financial integration and the financing of local businesses in the new EU member states*, Londen: EBRD working paper nr. 89.
- Vallejo, A. (1998) *Economic gravity centres, world distance tables and economic tectonics*. Londen: Institute of Latin American Studies, University of London.
- Voltz, U. (2004) *European financial integration and the financing of local businesses in the new EU member states*, Londen: EBRD working paper nr. 89.