



Handelssystemen en prijsvorming

Auteur(s):

Steenbeek, O.W.

*De auteur is als universitair docent verbonden aan de vakgroep Financiëring en Belegging van de Erasmus Universiteit.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4100, pagina 275, 2 april 1997

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

aandelenmarkten, uit, de, vakliteratuur, macro-economie

De aan- en verkoop van aandelen gaat op verschillende beurzen in de wereld op een verschillende manier in z'n werk. Er bestaan twee handelssystemen: 'continue markten' en 'call markten'. In continue markten kan men op elk gewenst moment van de handelsdag effecten kopen of verkopen, mits er een tegenpartij te vinden is. In call markten worden alle koop- en verkooporders gedurende de dag opgespaard en vervolgens in een, zogenaamde batch, transactie tegen elkaar weggestreept. In het eerste systeem loopt men het risico met een ongunstige prijs genoeg te moeten nemen omdat de marktomstandigheden tussen het doorgeven van de order en de daadwerkelijke transactie veranderd zijn. In het tweede systeem worden alle transacties tegen dezelfde prijs uitgevoerd, maar kan men niet op ieder moment zijn beleggingsportefeuille aanpassen. De verschillende systemen zijn overal ter wereld te vinden. In Toronto, Hong Kong en Taiwan vindt continue handel plaats, in Maleisie is er een batch-transactie per fonds per dag, en in New York en Tokyo opent men de beurs met een batch-transactie, waarna de handel de rest van de dag continu plaatsvindt.

Een belangrijke maatstaf voor de kwaliteit van handelssystemen is de mate waarin transactiepreisen systematisch afwijken van de onderliggende waarde van een aandeel. Deze afwijkingen zijn in feite extra kosten die beleggers moeten betalen. De manier om deze afwijkingen op te sporen is door te kijken naar de volatiliteit van transactiepreisen: hoe beweeglijker de markt, des te hoger de kosten. Een andere maatstaf is de liquiditeit van de markt (dat bepaalt hoe gemakkelijk men een tegenpartij kan vinden).

Prijsstabiliteit lijkt het belangrijkste voordeel van een call markt te zijn. Door alle orders op te sparen, voorkom je prijsbewegingen die het gevolg zijn van bijvoorbeeld een grote order. Ook voorkom je problemen als gevolg van informatieverschillen tussen beleggers. Een goed geïnformeerde belegger zal nieuwe informatie impliciet kenbaar maken doordat hij in de periode voorafgaand aan de batch-transactie zijn orders moet plaatsen. Dit maakt de koersen stabiel. Het gaat echter ten koste van de prijscontinuïteit en het leidt tot hogere informatiekosten, hetgeen weer een negatief effect heeft op de liquiditeit van de markt¹. Men kan zich voorstellen dat een actieve belegger, of een belegger die systematisch toegang heeft tot superieure informatie, de voorkeur geeft aan een continue markt, terwijl een minder actieve, minder goed geïnformeerde belegger of een belegger die een grote order wil plaatsen, liever op een call markt handelt.

Tot zover de theorie. Heeft het handelssysteem nu ook in werkelijkheid een grote invloed op de volatiliteit van de markt? In een van de eerste artikelen over dit onderwerp onderzochten Amihud en Mendelson de dertig meest liquide fondsen op de New York Stock Exchange². Zij keken naar de openingskoersen die volgens de batch-transactie werden bepaald en naar de slotkoersen die volgens de continue methode tot stand kwamen. Vervolgens bepaalden zij de volatiliteit van de openingskoersen door deze te vergelijken met de opening van de voorafgaande dag. Hetzelfde geldt voor de slotkoersen. De auteurs vonden dat de openingskoersen volatieler waren dan de slotkoersen. Zij concludeerden dat dit een gevolg was van het verschil in handelssysteem. Stoll en Whaley analyseren de prijsvorming van alle fondsen op de beurs en komen tot een soortgelijke conclusie, al stellen zij dat dit met name geldt voor de meest liquide fondsen³.

Ervaringen op Aziatische beurzen heeft echter aangetoond dat deze conclusies wellicht enigszins voorbarig waren. De openingskoersen in Hong Kong en Jakarta vertonen bijvoorbeeld eveneens een hogere volatiliteit dan de slotkoersen, terwijl beide via de methode van continue handel tot stand komen. Analyse van de koersen op de beurs van Tokio bood nieuwe inzichten. Een bijzonderheid van deze beurs is namelijk dat de handelsdag bestaat uit een ochtendsessie en een middagsessie, die worden gescheiden door een lunchpauze van anderhalf uur. Beide handelssessies worden geopend met een batch-transactie, waarna men overgaat op continue handel. In het onderzoek van Amihud en Mendelson vertonen de openingskoersen van de ochtendsessie, vergeleken met de slotkoersen, hetzelfde beeld als in New York: de met een batch-transactie tot stand gekomen openingskoersen zijn volatieler dan de slotkoersen van de continue handel. Wanneer echter de volatiliteit van de openingskoersen van de middagsessie werd vergeleken met die van de slotkoersen, bleek dat de volatiliteit in de batch transactie niet verschilde⁴. De oorzaak van de hogere volatiliteit moet derhalve niet zozeer in het handelssysteem worden gezocht, maar in de lange periode die verstrijkt tussen het slot van de ene dag en de opening van de volgende.

Elk systeem heeft voor- en nadelen en er worden steeds pogingen gedaan om een ideale combinatie te vinden. Het Japanse systeem, waarbij tijdens in het midden van de handelsdag, na een lunchpauze van anderhalf uur, een tweede batch-transactie plaatsvindt en verder continu gehandeld kan worden, vormt wellicht zo'n ideale combinatie. Afgezien van het feit dat aan de wensen van meerdere typen beleggers tegemoet wordt gekomen, biedt het systeem de mogelijkheid om halverwege de dag rustig te lunchen, zonder voortdurend de voorbij rollende koersen in de gaten te moeten houden

1 A. Madhavan, Trading mechanisms in securities markets, *Journal of Finance*, 1992, blz. 607-641.

2 Amihud en Mendelson, Trading mechanisms and stock returns: an empirical investigation, *Journal of Finance*, juli 1987.

3 H.R. Stoll en R.E. Whaley, Stock market structure and volatility, *Review of Financial Studies*, 1990, blz. 37-71.

4 Y. Amihud en H. Mendelson, Volatility, efficiency, trading, and the Japanese stock market, *Journal of Finance*, december 1991, blz. 1765-1789.