



Provinciaals beursje

Auteur(s):

Walderveen, T.P. van

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4131, pagina 913, 3 december 1997

Rubriek:

Redactioneel

Trefwoord(en):

aandelenmarkten

De aandacht van economen gaat steeds meer uit naar het functioneren van markten. Zelfs de financiële markten worden onderzocht om na te gaan of de markt daar goed werkt. In de onlangs verschenen Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde laat Arnoud Boot van de Universiteit van Amsterdam zijn gedachten gaan over de handel op de Amsterdamse effectenbeurs ¹.

Op de beurs kunnen bedrijven kapitaal aantrekken. Maar de beurs is hiervoor niet het enige mechanisme. Informatieproblemen spelen vragers en aanbieders van kapitaal parten. Bedrijven kunnen of willen niet alles vertellen over wat ze met het geleende geld gaan doen. Door dit informatieprobleem zal de kapitaalmarkt gedeeltelijk falen en zullen banken die meer mogelijkheden hebben om op vertrouwelijke basis inzicht en controle te krijgen een gedeelte van de kredietverlening aan bedrijven over kunnen nemen. Soms ook zullen bedrijven een beroep doen op andere partijen die ondershands maatwerk kunnen leveren.

Wat is dan de positie van de Amsterdamse effectenbeurs? Leidt de revolutie op het terrein van informatietechnologie, de grote mobiliteit van kapitaal en de concurrentie tussen beurzen ertoe dat er straks een beurs overblijft? Volgens Boot niet, omdat genoemde krachten het bereik en de toegankelijkheid van lokale markten evenzeer vergroten.

Een lokale financiële markt kan zich op twee manieren onderscheiden: met een specifieke toegevoegde waarde en door efficiëntie. De handel in effecten speelt zich steeds meer af in 'cyberspace', de wereld in en tussen computers. Een lokale markt kan daardoor steeds minder vereenzelvigd worden met een bepaalde plek waar de handel plaats vindt. De markt wordt eerder gevormd door een lokaal netwerk van beleggingsanalisten van Nederlandse bedrijven. De Amsterdamse effectenbeurs onderscheidt zich dan met name door de niet-multinationale fondsen, waarvan lokale analisten via formele en informele contacten meer weten. Aan specialisatie in lokale fondsen kan een lokale beurs bestaansrecht ontleen. Tegelijkertijd wordt toegankelijkheid voor buitenlandse beleggers dan van groter belang. De beurs moet via samenwerkingsverbanden en elektronische verbindingen een onderdeel gaan vormen van één grote financiële markt.

Bij de beoordeling van de efficiëntie van de handel op de aandelenbeurs, wordt de toon van het Preadvies een stuk grimmiger. Op de Amsterdamse effectenbeurs is sprake van een gefragmenteerde markt. Er is een segment voor grote orders en een segment voor kleine orders. Door deze scheiding kunnen grote orders op vertrouwelijkere wijze, en tegen lagere kosten, worden afgehandeld. Een nadeel is dat de liquiditeit in beide deelmarkten afneemt. De doorzichtigheid van de markt wordt minder en discrepanties tussen vraag en aanbod nemen toe.

Voor de verwerking van kleine orders is per fonds een hoekman aangesteld. De hoekman heeft zicht op de hele markt en is bemiddelaar op de markt voor kleine orders. Daartoe geeft hij een bieden en laatprijs af. De hoekman is belangrijk als er weinig handel is, omdat hij altijd als tegenpartij optreedt. Daarmee neemt hij risico's, maar hij bepaalt zelf zijn marge. Dat laatste roept argwaan op, vooral omdat kleine orders verplicht via de hoekman moeten worden uitgevoerd. Een alternatief is om meerdere market makers met elkaar te laten concurreren door ieder van hen bied- en laatkoersen te laten afgeven. Zo'n 'quote-driven' systeem wordt toegepast op de Amerikaanse Nasdaq-beurs. Daar is echter gebleken dat er een risico is dat market makers samenspannen in plaats van concurreren, waardoor de toegankelijkheid van de markt kan worden belemmerd.

In plaats van gevestigde belangen op de beurs te beschermen pleit Boot voor een radicale verbetering van de transparantie en toegankelijkheid van de markt. Hij stelt voor om de fragmentatie op de effectenbeurs op te heffen door alle orders via een geautomatiseerd limietenboek af te handelen: "een voor velen toegankelijk limietenboek is zelfconcurrerend." Als alle liquiditeit samenkomt in een systeem worden de transactiekosten geminimaliseerd. In feite wordt de bepaling van bied- en laatkoersen volledig aan de markt overgelaten. Het voordeel van een geautomiseerd systeem boven een hoekman is bovendien dat daarmee de aansluiting met andere financiële centra makkelijker wordt. De handel neemt toe, maar het wordt stil op de beurs: de computer heeft de rol van de specialist overgenomen.

Het bestuur van de beurs heeft onlangs besloten om de huidige opzet van de markt te handhaven ². Wel wordt de hoekman onder een verscherpt regime van toezicht geplaatst. Het bestuur lost zijn problemen liever via de hiërarchie op in plaats van door meer marktwerking op de beurs. Aan de ene kant is dat begrijpelijk. Een opheffing van de fragmentatie door een uniform handelssysteem, kan de concurrentiepositie van Amsterdam aantasten zolang buitenlandse markten hun grote cliënten de mooiste privileges aanbieden. Aan de andere kant is het voor het bestuur van de beurs ook een groot probleem om ingrijpende reorganisaties door te voeren. Degenen die op de vloer de markt onderhouden zitten ook aan tafel als er vergaderd wordt over de toekomst van de beurs. Dat houdt het gevaar in dat

AmsterdamExchanges vanzelf een provinciaals beursje wordt in plaats van een florerende lokale markt binnen een internationaal netwerk

1 A.W.A. Boot, Financiële markten en concurrentie, in *De EMU in breed perspectief*, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 1997, Lemma, Utrecht, 1997.

2 Market makers zien eisen niet gehonoreerd. *Het Financieele Dagblad*, 25 november 1997, blz 11.

Copyright © 1997 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)