

Waarom zijn er financiële markten?

Wanneer kan allocatie van kapitaal plaatsvinden via markten en wanneer via banken?

Als we naar onze financiële markten kijken dan zien we dat daar dagelijks voor enorme bedragen aan financiële instrumenten, zoals aandelen, obligaties en daarvan afgeleide produkten (derivaten) worden verhandeld. Voor buitenstaanders en participanten is het moeilijk om te zien wat van al deze activiteiten de toegevoegde waarde is. Immers, er is louter sprake van het verhandelen van 'papiertjes', namelijk de financiële instrumenten, terwijl geen van de participanten op de beurs zich lijkt bezig te houden met het produceren van iets wat bijdraagt aan onze collectieve welvaart. Alle activiteit lijkt louter gedreven door winstbejag: het vandaag kopen van een aandeel, en het morgen (of op een ander moment) verkopen tegen hopelijk een hogere prijs.

Deze karakterisering van de financiële markten suggereert dat het verhandelen van financiële instrumenten sommigen zal verrijken ten koste van anderen, maar dat wij met z'n allen tezamen er niet beter van worden; er wordt immers niets gecreëerd. Dit type argument wordt onder meer gevoed door een aantal grote schandalen op de financiële markten in de jaren tachtig. Wie herinnert zich niet de geruchtmakende insider-trading processen tegen Michael Milken en Ivan Boesky? Personen die puissant rijk waren geworden door handel met voorwetenschap en koersmanipulatie. Het is dan ook niet verwonderlijk dat velen louter reële activiteiten (het produceren van goederen) associëren met onze welvaart en het handelen in financiële instrumenten zien als een onschuldig, maar mogelijk zelfs schadelijk tijdverdrijf.

Het antwoord uit de economische theorie is dat financiële markten onontbeerlijk zijn voor een efficiënte allocatie van financiële middelen. Hiermee wordt ruwweg bedoeld dat financiële middelen op de plaats terecht komen waar het optimaal is om

ze te gebruiken. Beschouw drie ondernemingen, A, B en C, die elk een investering ten bedrage van 50 willen ondernemen, met een verwacht rendement van respectievelijk 8, 10 en 12 procent. Eenvoudigheidshalve nemen we aan dat de overige kenmerken van de investeringen gelijk zijn (overeenkomstig risico, een gelijke belasting van het milieu, enz.). Als er een totale besparing van 100 beschikbaar is, dan kunnen slechts twee van deze drie investeringsmogelijkheden worden verwezenlijkt. De efficiënte allocatie is de optimale, namelijk die waar de ondernemingen B en C de benodigde fondsen verkrijgen.

Beleggers zullen hun besparingen stuwen naar de meest rendabele investeringsmogelijkheden, dus B en C, en daarmee een efficiënte allocatie realiseren. Uiteraard zou ook een financiële instelling in plaats van een financiële markt deze allocatie van besparingen kunnen bewerkstelligen. Misschien zou zelfs een bureaucaat in een centraal geleide economie dat kunnen doen. Alhoewel deze laatste mogelijkheid minder geschikt lijkt omdat de bureaucaat zich kan laten omkopen, of misschien überhaupt niet gemotiveerd is om de besparingen door te sluizen naar de meest rendabele investeringsmogelijkheden. Een financiële instelling lijkt een meer serieus alternatief.

Markt versus bank

Financiële instellingen en markten hebben een vergelijkbare rol. Beide hebben als belangrijke taak het verwezenlijken van een efficiënte allocatie van besparingen. In een financiële markt worden besparingen doorgesluisd in ruil voor (veelal) verhandelbare 'papiertjes' (aandelen en obligaties); een bank verstrekt leningen op basis van niet-verhandelbare leningovereenkomsten. In beide gevallen worden middelen verstrekt in ruil

voor een toekomstige compensatie (rente op leningen en obligaties, dividenden en koerswinst op aandelen). Financiering door de markt heeft als voordeel de verhandelbaarheid: beleggers kunnen hierdoor op eenvoudige wijze hun beleggingen spreiden (risico-diversificatie), en te allen tijde van hun beleggingen af of anderszins aanpassingen maken. Bancaire financiering heeft dit voordeel niet.

Toch zijn er ook factoren die de balans kunnen doen doorslaan ten gunste van bancaire financiering. Zo zijn er ten minste twee andere factoren die bepalen of een bank of een financiële markt een comparatief voordeel heeft.

Op de eerste plaats betreft dit de informatie die beschikbaar is over de investeringsmogelijkheden. In bovenstaand voorbeeld was alles bekend over de investeringsmogelijkheden van de ondernemingen A, B en C. Het is meer realistisch te veronderstellen dat allerlei relevante informatie niet beschikbaar is, of alleen bekend is bij het management van de ondernemingen. Dit belemmert de efficiënte allocatie van besparingen. Nu is het de vraag of een bank of juist een financiële markt beter in staat is om informatie te vergaren voor een meer informatieve besluitvorming. Hierop is geen eenduidig antwoord mogelijk. Enerzijds heeft de financiële markt voordelen omdat daar vele partijen tezamen komen die mogelijk elk een stukje informatie hebben. Door vraag naar en aanbod van aandelen en obligaties van de onderneming komen al deze stukjes informatie samen en kunnen daarmee tot uitdrukking komen in de prijzen van deze effecten ('aggregatie'). De uiteindelijke allocatie is dan gebaseerd op de totale informatie die bij de partijen op de beurs beschikbaar is.

Anderzijds kan de bank in een betere positie zijn om het informatieprobleem op te lossen. Zij heeft een directer contact met de onderneming hetgeen de uitwisseling van informatie bevordert. Te denken valt aan strategische informatie die een onderneming eventueel wel vertrouwelijk aan een bank wil verstrekken maar zeker niet aan beleggers in de financiële markt omdat het dan mogelijk ook bij haar concurrent terecht komt. Ook heeft zij als grote verstrekker van vermogen – in tegenstelling tot de vele kleinere deelverstrekkers in de financiële markt – er meer belang bij om

informatie te vergaren dan elk van de deelverstrekkers afzonderlijk.

Een tweede factor die we moeten betrekken in de afweging tussen bank en financiële markt is het toezicht op de besteding van de fondsen door de ondernemingen. Op het moment dat banken of beleggers in de financiële markt een investering van een onderneming financieren zijn zij 'gevangen' van het management van de onderneming. Immers, het vooruitzicht op toekomstige vergoedingen – op grond waarvan de bank of financiële markt fondsen heeft verstrekt – is afhankelijk van beslissingen van het management. Een onderneming zou bij voorbeeld te veel risico kunnen gaan nemen omdat de mogelijk negatieve gevolgen kunnen worden afgewenteld op de bank of obligatiehouders ('de lening wordt niet terugbetaald'), terwijl als het goed uitvalt de onderneming hiervan alle vruchten plukt; de bank (of obligatiehouders) profiteert niet van de extra winsten, zij krijgt alleen de van te voren afgesproken rentevergoeding. Dit is een voorbeeld van belangentegenstellingen die kunnen ontstaan tussen onderneming en externe financiers.

Hoe kunnen banken of financiële markten als externe financiers voorkomen dat er beslissingen worden genomen die hun belangen schaden? Externe financiers zullen zich hiertegen proberen te wapenen door het naar zich toetrekken van zeggenschap en invloed. Financiering impliceert daarmee dus méér dan alleen een transfer van financiële middelen! De transfer van financiële middelen is onlosmakelijk verbonden met een transfer van zeggenschap en invloed. Het is belangrijk om dit te onderkennen omdat laatstgenoemde transfer bancaire en financiële-markt financiering van elkaar onderscheidt. Zo hebben banken meer grip op de hierboven vermelde belangentegenstellingen dan de vaak anonieme en gespreide obligatiehouders. Hierbij is zowel de nabijheid – de bank is de 'nabije' crediteur – als de al gesuggereerde grotere concentratie van vermogensverstrekking in geval van bancaire financiering van belang. Beide zullen een bank meer grip geven op het besluitvormingsproces in de onderneming en daarmee de belangentegenstellingen doen indammen.

De voorgaande discussie geeft enige indicaties voor de comparatieve

De zin van financiële markten

Mede door toedoen van het gebruik van derivaten staat de werking van financiële markten vaak ter discussie. Om helderheid in deze discussie te scheppen, schreven A.W.A. Boot en J.E. Ligterink een serie van vijf artikelen, waarin stap voor stap wordt uiteengezet wat de toegevoegde waarde is van financiële markten. Dit deel staat stil bij de allocatie van vermogen, de volgende bijdragen gaan in op risico-herallocatie en hedging, waarom ondernemingen moeten hedgen, zinvolle toepassingen van derivaten en het verantwoord gebruik van derivaten.

Deel 2 verschijnt 8 februari.

voordelen van banken en financiële markten. Bancaire financiering lijkt beter in staat om de consequenties van belangentegenstellingen te beperken, maar financiering uit de financiële markten heeft voordelen, voor zover het de wenselijkheid van verhandelbaarheid betreft; in het bijzonder uit hoofde van de door beleggers nagestreefde spreiding in hun beleggingsportefeuilles en voor het aanbrengen van aanpassingen hierin. Voor wat betreft het vergaren van informatie voor een meer informatieve – en dus betere – allocatie van besparingen, is geen eenduidig voordeel toe te wijzen aan banken of financiële markten. Wij hebben laten zien dat zij hier op verschillende manieren mee omgaan.

Liquiditeit en integriteit

De (toegevoegde) waarde van financiële markten voor beleggers maakt deze interessant als bron van vermogen voor ondernemingen. Naarmate beleggers deze markten aantrekkelijker vinden zal de kostenvoet van vermogen voor ondernemingen dalen; beleggers zullen dan immers geneigd zijn genoeg te nemen met een lagere vergoeding. Dit roept de vraag op wat de aantrekkelijkheid van een markt bepaalt, en wat er gedaan kan worden om haar aantrekkelijkheid te vergroten.

Zaken die hier van belang zijn, zijn terug te voeren tot de liquiditeit van de markt: in het bijzonder betreft het de toegankelijkheid van de markt (voor emitterende ondernemingen en beleggers) en de verhandelbaarheid van effecten, d.i. het gemak waarmee beleggers hun effecten kunnen ver-

handelen met minimale prijsconsequenties. Liquiditeit vereist een voldoende aantal marktpartijen, bescheiden commissies en andere transactiekosten, snelle orderuitvoering, gemakkelijke toegankelijkheid tot informatie en een grote integriteit van de markt.

De noodzakelijke integriteit behoeft mogelijk enige toelichting. Gebrek aan integriteit in een markt kan tot uitdrukking komen in onder meer veelvuldige koersmanipulaties en vormen van insider-trading. Hierdoor kunnen bonafide marktpartijen (waaronder beleggers) er niet meer vanuit gaan dat transacties plaatsvinden tegen faire prijzen, met als gevolg dat zij zich mogelijk terugtrekken uit de markt. De markt zal daardoor minder liquide worden. Regelgeving voor zover het de integriteit van de markt bevordert is dus wenselijk, maar tegelijkertijd is behoedzaamheid vereist. Regelgeving kan namelijk evenzeer de werking van de markten aantasten. Financiële schandalen mogen dan ook geen vrijbrief zijn voor verregaande regulering.

Daarnaast is gebrek aan rationaliteit van beleggers soms niet te voorkomen. De financiële markten hebben een lange geschiedenis van 'bubbles' en 'crashes'. In de 18e eeuw investeerden beleggers massaal in de South Sea Company. Zij waren bereid aandelen te kopen tegen ridicul hoge prijzen omdat ze er van overtuigd waren dat er genoeg gekken waren waaraan ze de aandelen morgen tegen een nog hogere prijs zouden kunnen doorverkopen. Geen regelgeving is opgewassen tegen de soms ultieme wens van beleggers om hun geld kwijt te raken.

Dit eerste deel benadrukte het belang van de financiële markten voor het bewerkstelligen van een efficiënte allocatie van vermogen. Een hieraan gerelateerde rol is het heralloceren van risico's. Wat zijn de voordelen van de herallocatie van risico's? Het antwoord is te vinden in deel 2.

A.W.A. Boot en J.E. Ligterink

Arnoud.W.A. Boot is hoogleraar Financiering aan de Universiteit van Amsterdam en als Fellow verbonden aan CEPR (Londen) en de Stockholm School of Economics. Jeroen E. Ligterink is universitair docent bij de vakgroep Financieel Management aan de Universiteit van Amsterdam.