

Schonere aandelenmarkt door richtlijn Marktmisbruik

Evaluatie van de richtlijn Marktmisbruik laat zien dat de handel op de Amsterdamse beurs schoner is geworden. Abnormale rendementen tijdens de handel voorafgaand aan de publicatie van koersgevoelige informatie zijn afgenomen, waardoor een gelijk spelveld is ontstaan. Dit is goed voor de efficiëntie van de markt en het vertrouwen.

Op 1 oktober 2005 is de richtlijn Marktmisbruik van kracht geworden. De bedoeling is om het bestaande Europese regime over marktmisbruik aan te scherpen, uit te breiden en deels te harmoniseren en om te komen tot een betere bescherming van de marktintegriteit. De gevolgen van de implementatie van de richtlijn Marktmisbruik zijn onder meer een uitbreiding van het verbod op marktmanipulatie en een overgang van het toezicht op de publicatie van koersgevoelige informatie door beursgenoteerde instellingen van Euronext Amsterdam naar de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Naast handelsmaatregelen en openbaarmaking kan de AFM boetes opleggen. Deze studie richt zich op de vergelijking van de handel rondom de publicatie van koersgevoelige informatie voor en na inwerkingtreding van de richtlijn Marktmisbruik.

Opzet en achtergrond van de studie

Persberichten bevatten waardevolle informatie. In een markt die niet wordt gekenmerkt door illegale handel met voorwetenschap (dat wil zeggen, een schone markt), zullen vóór publicatie van een persbericht geen abnormale rendementen te zien zijn. Persberichten die worden verwacht, zoals de publicatie van jaarcijfers, worden vaak voorafgegaan door speculatie, zelfs in een schone markt. Een methode om abnormale rendementen te meten is een analyse van de cumulatieve abnormale rendementen voorafgaand aan de publicatie van een persbericht. Het rendement van een aandeel op een bepaald moment is gelijk aan het rendement van aandelen van vergelijkbare fondsen (βR_c) en een constante α . Het abnormale rendement van een aandeel voorafgaand aan de publicatie van een persbericht is gelijk aan $AR = R_t - (\hat{\alpha} + \hat{\beta} R_{c,t})$, waarbij AR de abnormale rendementen zijn, R_t het eigen rendement en R_c het rendement van de aandelen uit dezelfde markt. Er wordt onderscheid gemaakt tussen large-caps (AEX), mid-caps (AMX) en small-caps (AScX) aan de hand van de indeling van Euronext. Rendementen zijn gemeten over een periode van 150 handelsdagen tot dertig handelsdagen vooraf-

gaand aan de publicatie van een persbericht. De cumulatieve abnormale rendementen geven een beeld van de omvang van de verstoring in de markt en zijn gedefinieerd als de som van de abnormale rendementen vanaf dertig handelsdagen voor publicatie van het persbericht. Ten slotte worden de gemiddelden van deze cumulatieve abnormale rendementen genomen over alle persberichten in de perioden 1 juli 2004 tot 30 september 2005 en 1 oktober 2005 tot 31 december 2006 om verschillen voor en na invoering te kunnen meten.

De koersbeweging na publicatie van een persbericht is ook van belang. In een schone markt zullen alle rendementen meteen na publicatie worden verwerkt. Er is daarom ook gekeken naar de gemiddelde cumulatieve abnormale rendementen in de vijf dagen na publicatie van een persbericht voor en na invoering van de richtlijn Marktmisbruik. Wanneer de markt schoner is geworden zijn deze abnormale rendementen hoger, gegeven de hoeveelheid informatie. De reden voor deze hogere rendementen is dat de informatie pas na publicatie op de markt komt. Persberichten kunnen goed nieuws of slecht nieuws bevatten. Om hiermee rekening te houden is een bericht als goed (slecht) nieuws geclassificeerd wanneer de cumulatieve abnormale rendementen in de periode van vijf handelsdagen voor publicatie tot vier handelsdagen na publicatie positief (negatief) is. Wanneer de cumulatieve abnormale rendementen in deze periode gelijk zijn aan nul worden ze ook als positief nieuws opgevat. De resultaten zijn ongewoon voor verschillende definities van goed of slecht nieuws.

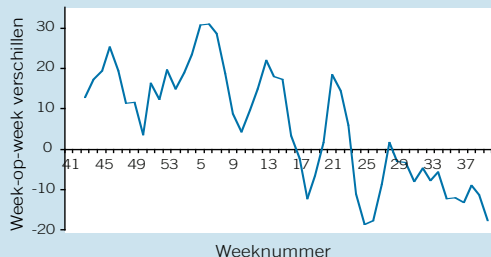
Gegevens

Er zijn 4.979 persberichten die zijn gepubliceerd door 124 beursgenoteerde bedrijven (2.104 berichten voor en 2.875 na 1 oktober 2005). Tabel 1 laat de verdeling van persberichten zien. Het blijkt dat ondernemingen significant meer berichten uitbrengen na 1 oktober 2005. De toename in het aantal persberichten is geconcentreerd in de eerste maanden na invoering van de richtlijn. Een analyse van individuele instellingen laat zien dat gemiddeld drie persberichten meer zijn uitgebracht na 1 oktober 2005.

Figuur 1 laat de verschillen zien voor iedere week vanaf 1 oktober 2005 in vergelijking met een jaar eerder (drieweeksgemiddelde). Positieve verschillen duiden op meer persberichten in een bepaalde week na invoering van de richtlijn Marktmisbruik in vergelijking met een jaar ervoor. Vanaf week zeventien

figuur 1

Verskil in het aantal persberichten voor en na de invoering van richtlijn Marktmissbruik



In 2006 lijkt het aantal persberichten terug op het normale niveau te komen. In de analyse is rekening gehouden met deze periode van aanpassing door middel van dummyvariabelen en aparte analyses voor en na week zeventien. De interpretatie van de regressieresultaten verandert niet als gevolg van deze gevoeligheidsanalyse.

Markt

Zowel voor als na de invoering van de richtlijn Marktmissbruik bestaan significante absolute gemiddelde cumulatieve abnormale rendementen voor publicatie van persberichten op de Amsterdamse beurs. Voor goed-nieuwsberichten zijn deze rendementen niet verschillend voor en na invoering, maar voor slecht-nieuwsberichten zijn de rendementen significant lager na invoering van de richtlijn Marktmissbruik. Dezelfde conclusie kan worden getrokken na analyse van de gemiddelde cumulatieve abnormale handelsvolumes voorafgaand aan een persbericht.

Tabel 2 laat de resultaten zien van regressieanalyses van abnormale rendementen. De tabel rapporteert de verschillen in absolute cumulatieve gemiddelde abnormale rendementen voor en na invoering van de richtlijn Marktmissbruik, zowel voor slecht nieuws als voor goed nieuws. Er is een periode van dertig handelsdagen voor publicatie in beschouwing genomen om deze rendementen te meten. Positieve (negatieve) tekens van de geschatte coëfficiënten geven aan dat de absolute abnormale rendementen voor de richtlijn hoger (lager) zijn dan erna.

De absolute cumulatieve gemiddelde abnormale rendementen voor slecht nieuws zijn significant hoger voor de richtlijn. Dit is met name het geval

tabel 1

Het aantal gepubliceerde persberichten

	Periode		Totaal
	01/07/2004 – 30/09/2005	01/10/2005 – 31/12/2006	
AEX	1.078	1.633	2.711
AMX	769	881	1.650
AscX	257	361	618
Totaal	2.104	2.875	4.979

voor de ondernemingen genoteerd aan de AscX. Bij goed nieuws worden geen significante verschillen gevonden voor de gehele dataset, maar het lijkt erop dat de absolute cumulatieve gemiddelde abnormale rendementen voor de AMX genoteerde ondernemingen lager zijn na invoering van de richtlijn. Deze schattingen duiden erop dat de markt als geheel schoner is geworden, omdat voor slecht-nieuwsberichten de absolute abnormale rendementen significant lager zijn; op deelgebieden geldt dit ook voor goed-nieuwsberichten. Het betekent niet dat de markt is geschoond van handel met voorwetenschap, omdat deze schattingen slechts aangeven dat de markt schoner is geworden.

Als voorbeeld zijn in figuur 2 de cumulatieve abnormale rendementen voor de AscX-instellingen afgebeeld. De horizontale as meet het aantal dagen voor en na een persbericht (op tijdstip 0 wordt het bericht gepubliceerd), de verticale as de abnormale rendementen. Het is duidelijk dat voor de richtlijn Marktmissbruik de opbouw van abnormale rendementen in geval van een slecht-nieuwsbericht begint op ongeveer 25 dagen voor publicatie van het bericht, terwijl na invoering dit gemiddeld pas op vijf dagen voor publicatie serieuze vormen aanneemt. Ook de grootte van de abnormale rendementen (het oppervlakte onder de curve) is veel omvangrijker voor invoering van de richtlijn dan erna.

De schattingen zijn robuust en de conclusies veranderen niet wanneer de aanloopperiode bijvoorbeeld wordt verlengd tot zestig handelsdagen of verkleind tot vijf handelsdagen vóór publicatie van een persbericht of wanneer bedrijfs-specifieke kenmerken worden opgenomen in de regressievergelijking. Ook een andere indeling tussen goed nieuws en slecht nieuws heeft geen invloed op de schattingsresultaten.

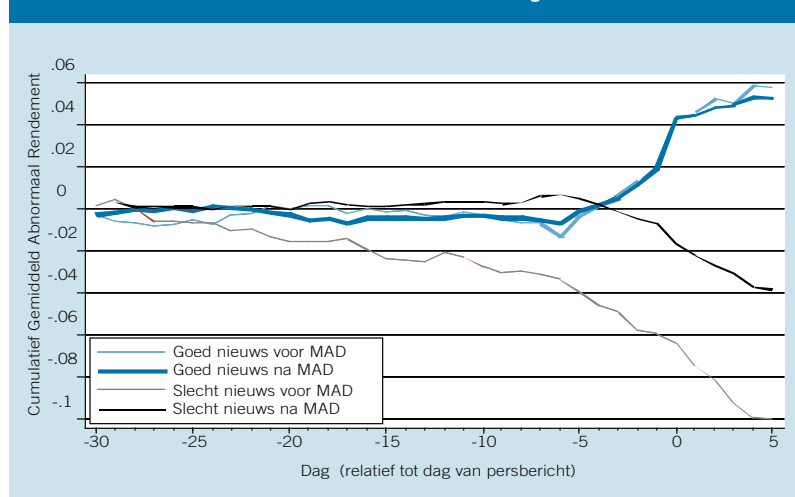
Type bericht

Tabel 3 laat de schattingsresultaten zien voor verschillende berichttypes. Rondom fusies en overnames zijn significante verschillen voor en na de invoering van de richtlijn te zien. Het verschil in cumulatieve gemiddelde abnormale rendementen is significant bij goed-nieuwsberichten. Bij slecht-nieuwsberichten is geen verschil. Wanneer naar de absolute cumulatieve abnormale rendementen wordt gekeken dan zijn deze erg hoog voor invoering en niet significant verschillend van cumulatieve abnormale rendementen voor andere type berichten na invoering. Het lijkt er dus op dat de run-up naar een goed-nieuwsfusie en overnamebericht significant is gedaald na invoering van de richtlijn Marktmissbruik. Wanneer wordt gekeken naar de abnormale rendementen op de dag van publicatie dan blijken deze significant hoger na 1 oktober 2005 wat suggereert dat het nieuws niet voorafgaand aan de publicatie van het persbericht is verdisconteerd in de relatieve prijzen.

Opnieuw houden deze resultaten niet in dat de markt schoon is, maar dat de markt sinds 1 oktober 2005 sneller met koersgevoelige informatie omtrent fusies en overnames naar buiten is getreden waardoor de markt schoner is geworden.

figuur 2

Abnormale rendementen voor AscX-instellingen



Verschillen tussen sectoren

Er zijn vijf sectoren waarvoor voldoende waarnemingen zijn, zodat ze kunnen worden geanalyseerd. Dit zijn: industrie; consumentenproducten; consumentendiensten; financiële sector; en technologie. Tabel 4 rapporteert de coëfficiënten. De resultaten van de analyse van deze sectoren laten zien dat de markt in de technologiesector significant schoner is geworden. Voor de andere sectoren worden marginale verbeteringen gevonden die niet significant zijn; de financiële sector laat geen enkel verschil zien voor en na de invoering van de richtlijn Marktmissbruik. Het lijkt geen twijfel dat dit resultaat kan worden gekoppeld aan het resultaat voor de AScX. Immers, veel technologiebedrijven zijn genoteerd aan de AScX. Opnieuw is het de opmaat tot slecht-nieuwsberichten die significant is verbeterd. Instellingen komen dus sneller met slecht nieuws naar buiten, of weten de betrouwbaarheid beter te waarborgen na invoering van de richtlijn Marktmissbruik. Het is niet zo dat er significant meer slecht-nieuwsberichten zijn na invoering van de richtlijn.

Informatiewaarde

De informatiewaarde van berichten kan worden gemeten aan de hand van de grootte van de koersbeweging na publicatie. Aan de ene kant zijn als gevolg van de richtlijn Marktmissbruik meer persberichten per instelling naar buiten gebracht (zie tabel 1 en figuur 1). Dit zou kunnen leiden tot een kleinere koersbeweging.

tabel 2

Verschillen in absolute cumulatieve gemid. abnormale rendementen

		Verschillen (Voor – Na)			
		Totaal	AEX	AMX	AScX
Slecht nieuws	Rendement	0,86 (0,37)*	0,73 (0,41)	-0,80 (0,67)	5,26 (1,47)*
	n	2.535	1.383	823	329
Goed nieuws	Rendement	0,22 (0,37)	-1,02 (0,71)	2,12 (0,70)*	0,05 (1,57)
	n	2.444	1.328	827	289

Standaardfouten tussen haakjes. * significant op 5%

tabel 3

Verschillen in absolute cumulatieve gemiddelde abnormale rendementen bij verschillende berichttypes

		Verschillen (Voor – Na)			
		Fusies en Overnames	Verkoop-berichten	Commerciële berichten	Periodieke berichten
Slecht nieuws	Rendement	1,16 (1,03)	0,03 (1,89)	0,93 (1,69)	0,09 (0,69)
	n	404	92	111	804
Goed nieuws	Rendement	3,93 (1,07)*	0,22 (1,44)	0,42 (1,78)	0,36 (0,66)
	n	397	104	64	713

Standaardfouten tussen haakjes. * significant op 5%

tabel 4

Verschillen in absolute cumulatieve gemiddelde abnormale rendementen in verschillende sectoren

		Verschillen (Voor – Na)				
		Industrie	Consumenten producten	Consumenten diensten	Financiële sector	Technologie
Slecht nieuws	Rendement	0,98 (0,82)	0,06 (0,87)	0,53 (0,90)	0,24 (0,60)	3,56 (1,39)*
	n	541	298	335	526	315
Goed nieuws	Rendement	0,18 (0,83)	0,06 (0,96)	1,06 (1,04)	0,18 (0,63)	0,91 (0,71)
	n	493	276	318	556	282

Standaardfouten tussen haakjes. * significant op 5%

Aan de andere kant: in een schone markt verwachten we een grotere koersbeweging dan in een markt waarin handel met voorwetenschap veel voorkomt. We weten reeds dat de markt als geheel schoner is geworden door de richtlijn Marktmissbruik; het is nu de vraag of dit effect niet teniet wordt gedaan door een veelheid aan extra informatie, die heeft geleid tot een overdaad aan berichten.

Opnieuw is gekeken naar de markt als geheel en naar de verschillende doorsneden zoals die hier voor zijn beschreven. De bevindingen wijzen uit dat de absolute gemiddelde cumulatieve abnormale rendementen na publicatie van een persbericht niet significant zijn veranderd sinds de invoering van de richtlijn Marktmissbruik. Als er al een effect is dan lijkt het erop dat deze rendementen eerder zijn toegenomen. De implicatie van deze bevinding is dat hoewel er meer persberichten per instelling zijn uitgegeven, de reactie van de markt niet is veranderd. Tezamen met een schonere markt betekent dit dus een netto efficiëntere informatievoorziening en een verhoging van de marktintegriteit.

Conclusies

De conclusies van deze studie zijn de volgende. Ten eerste is de markt schoner geworden na invoering van de richtlijn Marktmissbruik. De nieuwe toezicht-richtlijn is dus effectiever in het bestrijden van marktmissbruik dan de vorige regelgeving. Ten tweede is vooral de handel in AScX-aandelen schoner geworden na invoering van de richtlijn Marktmissbruik. Dit wijst op een beter toezicht op instellingen die niet altijd in de spotlights staan en waar kansen op handel met voorwetenschap groter zijn. Ten derde is de handel voorafgaand aan persberichten over fusies en overnames significant schoner geworden na invoering van de richtlijn Marktmissbruik. Ten vierde is de handel in aandelen in de technologiesector voorafgaand aan de publicatie van een persbericht significant schoner geworden na invoering van de richtlijn Marktmissbruik. Voor andere sectoren worden geen effecten gevonden. Het lijkt geen twijfel dat dit resultaat kan worden verbonden met het resultaat voor de AScX-instellingen, omdat veel technologiebedrijven zijn genoteerd aan de AScX. Ten slotte is de hoeveelheid informatie per persbericht niet afgenomen ondanks het feit dat de markt schoner is geworden en er meer berichten zijn gepubliceerd. Dit is dus een netto efficiëntere informatievoorziening en een verhoging van de marktintegriteit.