

# Goed werkende effectenbeurzen zijn van groot belang

Hoe efficiënter markten functioneren, des te beter de allocatie van kapitaal in de maatschappij. Financial Investigator sprak met Albert Menkveld, een van de meest invloedrijke hoogleraren Finance van Nederland, over de vraag hoe goed onze beurzen werken en welke rol high frequency trading en hedge funds daarbij spelen.

Door Harry Geels

**Als Hoogleraar Finance bent u in 2020, 2021 en 2022 de best publicerende Nederlandse econoom geweest volgens de Economentop 40 van ESB Waar ligt uw expertise?**

‘Ik ben altijd gefascineerd geweest door de financiële markten. Zelfs toen ik in mijn eerste baan bij KLM ging werken, na mijn studie Econometrie, heb ik me meteen met de markten beziggehouden. KLM had destijds twee beursnoteringen, één in Amsterdam en één in New York, en ik wilde uitzoeken waar nu de prijsvinding, of eigenlijke waardering, plaatsvond. Uiteindelijk heb ik hier een proefschrift over geschreven, naast mijn baan bij KLM, omdat ik vooral ook de intellectuele uitdaging zocht. De kwestie van prijsvinding was destijds relevant, omdat het antwoord zou geven op de vraag waar het management, wat betreft de beursnotering en de voorlichting van beleggers, uiteindelijk

zijn tijd moest doorbrengen. In mijn proefschrift staat dat het primair van de sector afhangt waar de echte prijsvinding plaatsvindt. Voor Europese oliebedrijven was dat bijvoorbeeld vooral de VS. Bij KLM was het beide markten. Mijn advies aan KLM was destijds om het ene jaar in New York acte de présence te geven en het andere jaar in Amsterdam. Ik heb me daarna verder gespecialiseerd in de effectenmarkten, vooral in de architectuur ervan, met als hoofdvragen of die goed werken voor eindbeleggers en waar het eventueel fout kan gaan. Denk ook aan vraagstukken als liquiditeit, kosten, efficiënte prijsvinding, onderpand.’

## Zijn financiële markten efficiënt?

‘We spreken niet voor niets over een efficiënte markthypothese (EMH). Het is een wetenschappelijk debat, getuige ook de Nobelprijs die Eugene Fama, de ‘uitvinder’ van de EMH, en Robert Shiller, die stelt dat koersen wel meer dan twintigmaal zo heftig kunnen fluctueren als de fundamenteel rechtvaardigen, in 2013 tezamen kregen. Er is niet één waarheid. Fama en Shiller belichten beiden het probleem van een andere kant en komen zo tot een ander beeld. Een mooie knipoog naar de EMH geeft het boek van Lasse Pedersen, met als toepasselijke titel Efficiently Inefficient.

Om grip te krijgen op het probleem van marktefficiëntie, moeten we eigenlijk één stap terug, naar de vraag: ‘Hoe kom ik als belegger aan informatie?’ Informatievergaring

**‘Beleggers handelen tot het niveau dat het voordeel van het extra stukje informatie minder wordt dan de kosten om dat te vinden.’**

## Albert Menkveld

Albert Menkveld is Hoogleraar Finance aan de Vrije Universiteit Amsterdam en Fellow aan het Tinbergen Instituut. Tevens is hij Research Fellow bij het Centre for Economic Policy Research (CEPR) en Lid van de Kapitaalmarktcommissie van de Nederlandse Autoriteit voor de Financiële Markten (AFM). Eerder was hij onder andere Lid van de Group of Economic Advisors van de European Securities and Market Authority (ESMA) en Lid van de Academische Raad van de Autorité des Marchés Financiers.



kost resources. Menig belegger concludeert dat informatievergaring op een gegeven moment te duur wordt om nog dat laatste ‘signaal’ voor de ‘juiste’ fundamentele waarde te vinden. Beleggers handelen tot het niveau dat het voordeel van het extra stukje informatie minder wordt dan de kosten om dat te vinden.

Er wordt ook wel gezegd dat liquiditeit een rol speelt: ‘Hoe groter die is, hoe efficiënter de markt.’ Dat ligt genuanceerder. Het gaat eigenlijk om de spread die market makers stellen: hoe kleiner die spread, hoe efficiënter de markt. Die spread is een balanceeract tussen de handel die market makers doen met geïnformeerde en niet-geïnformeerde beleggers. Die laatsten worden ook wel noise traders genoemd. Market makers verliezen doorgaans op hun transacties met geïnformeerde beleggers, maar maken winst door met noise traders te handelen. Lang verhaal kort: markten neigen ernaar efficiënter te worden als de kosten van informatievergaring kleiner worden. Terzijde, noise traders zijn niet per definitie domme beleggers. Ze moeten regelmatig ‘gewoon’ handelen, bijvoorbeeld omdat ze rebalancen.’

### Heeft de enorme automatisering van de handel de markten efficiënter gemaakt?

‘Eigenlijk zijn er twee interessante ontwikkelingen. Ten eerste de voortschrijdende automatisering, waaronder ook de verplaatsing van de vloerhandel naar digitale beurzen. Ten tweede de automatische handel, al dan niet via speciale algoritmen, en de toenemende kunstmatige intelligentie, of machine learning. Beide ontwikkelingen hebben de markten efficiënter gemaakt, gedurende een handelsdag, maar ook over langere beleggingsperiodes. In de afgelopen decennia zijn er beleggers geweest die flink hebben geïnvesteerd in computerkracht en -algoritmen, bijvoorbeeld om zoveel mogelijk signalen tegelijkertijd te analyseren, waaronder transactievolumes. Gelijktijdig met deze ontwikkelingen daalden de transactiekosten met meer dan 50%, waaronder ook de bied-laag spreads die zoals gezegd een indicatie van

marktefficiëntie zijn. Ik ben benieuwd wat AI nog meer kan brengen. Mijn gevoel zegt dat markten hierdoor nog efficiënter kunnen worden.

Voor marktefficiëntie is het verder van belang dat beurzen voldoende actieve tot zeer actieve beleggers en nieuwe bedrijven weten te trekken. Daar zit wel een zorg. Ik bekijk onder andere de snelle ontwikkeling van private markten met argusogen. Voor efficiënte prijsvorming – en alle voordelen die daarmee samenhangen, zoals de efficiënte allocatie van kapitaal in een economie – zijn publieke beurzen belangrijk. Daar vindt meer dan in de private markten de informatie-(verwerkings)competitie plaats. Als we het vrije marktmechanisme niet meer hebben, missen we de ‘wisdom of the crowd’, of lopen we de kans dat bureaucraten de kapitaalallocatie gaan doen. Het marktmechanisme werkt weliswaar niet altijd perfect, maar de geschiedenis heeft geleerd dat het beter is dan centrale kapitaalallocatie.’

### Hoe beïnvloedt de enorme populariteit van passief beleggen de financiële markten? Wordt de markt dommer of inefficiënter omdat minder beleggers aan prijsvinding doen?

‘Ik zie nog altijd geen bewijs voor de regelmatig genoemde negatieve gevolgen van passief beleggen. We zouden zelfs kunnen stellen dat naarmate er met slimme handels-

&gt;

**‘Voor marktefficiëntie is het van belang dat beurzen voldoende actieve tot zeer actieve beleggers en nieuwe bedrijven weten te trekken.’**

## ‘Voor de small- en midcaps zien we steeds minder analisten en beurshandel. Deze markten worden ontvankelijker voor bijvoorbeeld spoofing.’

algoritmen meer automatisch wordt belegd, grote passieve beleggers, of instituten die hun portefeuilles moeten rebalanceren, ook slimmer worden en steeds minder vaak hun grote transacties in één keer naar de beurs brengen, bijvoorbeeld door willekeurig te handelen, over verschillende momenten in de tijd. Dom geld, in de zin dat er geen analyse van beursinformatie plaatsvindt, is door alle technologische ontwikkelingen gelukkig ook slimmer geworden.

Wat betreft marktefficiëntie en de eerder opgeworpen kwestie van voldoende actieve beleggers, verschillen de meningen over wat voldoende is. Over de grote aandelen hoeven we ons geen zorgen te maken. Maar bij de small- en midcaps zien we steeds minder analisten en beurshandel. Deze markten worden ontvankelijker voor bijvoorbeeld spoofing. Er kan zelfs een zichzelf versterkende koersspiraal ontstaan die tot minder gunstige handelsprijzen leidt. De extra moeite voor prijsvinding door actieve beleggers kan dan minder snel lonend zijn, waardoor zij zich terugtrekken. Vervolgens komen er dan weer minder actieve beleggers enzovoort. Grotere beleggers willen dan ook niet meer in kleinere aandelen beleggen. Grosso modo wordt er dan minder fundamentele informatie ingeprijsd.

Er wordt wel gezegd dat er slechts enkele actieve beleggers nodig zijn om tot een min of meer juiste prijsvorming te komen. Maar die moeten er dan wel zijn. Daar zijn we als wetenschappers eerlijk gezegd nog niet uit. Het vraagt aandacht omdat bij het ontbreken van actieve beleggers de dynamiek in de kapitaalmarkten wordt verkleind en, zoals reeds besproken, de efficiënte allocatie van kapitaal in de economie verstoord raakt.

### Wat is de rol van zeer actieve hedge funds en high frequency trading?

‘Het onderbuikgevoel van de media is hier niet positief. Maar dat beeld klopt niet helemaal. Denk alleen maar aan de eerdergenoemde daling van de handelskosten. Ook heeft de wetenschap aangetoond dat high frequency trading (HFT) liquiditeit verschaft, zowel bij grote als bij kleine beursnoteringen. En daar heeft iedere belegger, particulier en institutioneel, van geprofiteerd. In het begin werden er door deze partijen overwinsten behaald, maar als financiële markten goed functioneren, ontstaat er concurrentie,

waardoor die weer afnemen, zoals we ook hebben gezien. En bedenk ook dat we alleen de geslaagde tradinghuizen zien. Zij die niet succesvol zijn geworden, worden gemakshalve vergeten. HFT kan alleen succesvol zijn door enorme investeringen in mensen en automatisering. Het is ook ondernemingsrisico dat gecompenseerd moet worden. Niemand garandeerde destijds van tevoren dat zij het zouden winnen van de gevestigde partijen.

Een ander kritiekpunt is dat HFT tracht te profiteren door slim patronen in de orders van institutionele beleggers te ontdekken, waardoor zij duurder zouden zijn. Ik vind dat institutionele beleggers dan ook maar slimmer moeten handelen, wat trouwens in toenemende mate ook gebeurt. Op metaniveau geven actieve hedge funds dezelfde positieve afdrank. Met long- en short posities proberen ze aandelen naar het juiste fundamentele niveau te duwen. Een potentiële complicatie is wél dat, als een paar grote jongens allemaal met leverage dezelfde ‘bet’ doen, er een systeemrisico ontstaat. Dit kan overigens weer met goede clearing worden gemitigeerd.’

### Welke ambities heeft u nog?

‘Onafhankelijke wetenschap is belangrijk voor de maatschappij. Of ik met mijn finance-onderzoeken bovenaan de publicatieklasseringen sta, of nu tweede volgens een nieuwe berekening, is niet van primair belang. Het is hard werken. Lang niet alle onderzoeken worden gepubliceerd. De reviews van de wetenschappelijke top-journals zijn zwaar. Het is belangrijk dat studies replicerbaar zijn, ofwel dat de uitkomsten van andere onderzoekers met dezelfde data min of meer gelijk zijn. Dat is lang niet altijd het geval. Het is welhaast een persoonlijke missie geworden om het niveau van de wetenschap in het algemeen te verhogen. Ik heb recent een non-standard errors-project gedaan, waarbij we 164 teams over de hele wereld met dezelfde dataset lieten werken. Ondersteund door de Eurex, die bijna twintig jaar futures-data van de Eurostoxx 50 ter beschikking stelde, moesten die teams onderzoeken wat de trend in de transactiekosten was geweest. Er was een waaier van verschillende uitkomsten. Sommige zelfs extreem, van -100%, tot +50%.

Hoe kan dat? Het bleek onder andere dat, hoe minder goed het onderzoek replicerbaar was, des te verder de uitkomsten bij de mediaan vandaan lagen. Wellicht moeten we naar een situatie waarin onderzoeken alleen worden gepubliceerd als andere wetenschappers met dezelfde data tot dezelfde uitkomsten komen. Verder wil ik bijdragen aan de verbetering van de financiële infrastructuur, omdat dit belangrijk is voor onze economie. Ik participeer daarom graag in allerlei werkgroepen, onder andere van de toezichthouders, waar belangrijke en interessante discussies plaatsvinden, waarvan we er een aantal zojuist hebben aangestipt. Tot slot wil ik ook nog eens een boek schrijven, bijvoorbeeld over empirical market microstructure, een onderwerp dat zo langzamerhand een nieuw opus verdient.’ ■