

Geleitwort

Der Handel an den Effektenmärkten hat seit Joseph de la Vega viele Menschen so fasziniert, dass sie darüber Bücher oder Aufsätze schrieben. Das Spiel der Marktkräfte, die Auswirkungen von Informationsunterschieden, die Kursdeterminanten, die Komplexität des Termingeschäfts und die Annäherung der Börse an einen vollkommenen Markt ließen immer wieder Wissenschaftler und andere Experten zur Feder greifen. Die letzten beiden Jahrzehnte brachten uns besonders viele wissenschaftliche Veröffentlichungen zum Börsenhandel. Das liegt an den Daten, die in dieser Zeit verfügbar wurden und umfangreiche empirische Untersuchungen erlaubten. Der elektronische Handel hat Protokolldatenbanken entstehen lassen, mit denen sich die Entwicklung von Angebot und Nachfrage an der Börse in jedem Wertpapier lückenlos rekonstruieren und nachvollziehen lässt.

Der Zugang zu solchen Datenbanken erschließt einen neuen Faszinationsbereich. Im transparenten elektronischen Handel kann am Handelsbildschirm jeder die eingehenden Gebote beobachten und die Entwicklung von Angebot und Nachfrage im Orderbuch verfolgen. Damit stellt sich die Frage, wie die Händler an den Bildschirmen darauf reagieren. Es wird vermutet, dass die Gebote, manche mehr als andere, Anreize für bestimmte Folgegebote setzen. Das konstituiert ein reaktives Bietverhalten und eine komplexe Dynamik des Handels.

Am reaktiven Bietverhalten lässt sich erkennen, wie gut der Börsenhandel funktioniert. Folgegebote können darauf abzielen, den Bieter des Vorgebotes zu benachteiligen und dysfunktional sein, so z.B. bei Mitlaufen oder Gegendisposition. Folgegebote können aber auch den Wettbewerbs- und Auktionsprozess im Aktienmarkt fördern. Gombert untersucht am reaktiven Bietverhalten, ob es sich lohnt, wenn man Geldgebote überbietet oder Briefgebote unterbietet, und ob sich diese Verbesserung der Abschlussmöglichkeit an den Bildschirmen in umsatzstarken und umsatzschwachen Werten gleichermaßen beobachten lässt. Die Arbeit analysiert systematisch alle unmittelbaren Folgegebote im Handel zu Einzelkursen unter dem Blickwinkel, ob die erwartbaren funktionalen Folgegebote in statistisch signifikanter Weise auftreten.

Liquidität spielt bei einem funktionierenden Bietprozess eine herausragende Rolle. International dominiert die Denkweise, das Angebot der Sofortigkeitsdienstleistung Liquidität manifestiere sich in den limitierten Geboten im Orderbuch. Gombert bleibt bei diesem Buchliquiditätsdogma nicht stehen. Er berücksichtigt neben dem Buch als weitere Quelle der Liquidität die Händler, die an den Bildschirmen präsent sind, den Strom der Gebote beobachten und über Gebote angesprochen und zu sofortigen Abschlüssen veranlasst werden können. Die Gebote, die Zugang zu dieser Präsenzliquidität verschaffen, sind stark marktspannenverengende Gebote. Mit dem Limit kann man die Händler zum Zugreifen reizen. Es enthält zwei Komponenten, den Kurs des reinen Wertpapiers und eine Vergütung für den Sofortigkeitsservice. Mit einem Kauflimit knapp unter dem Briefkurs lässt sich sehr oft eine ausreichend reizvolle Vergütung ausdrücken. Diese Erkenntnis wird von Gomberts Arbeit bestätigt. Sie ist wichtig für jeden Marktteilnehmer. Denn Buchliquidität ist teurer als Präsenzliquidität.

Die Zahl der wissenschaftlichen Untersuchungen zur Dynamik des Aktienhandels ist noch überschaubar. Gombert legt eine der ersten deutschen Arbeiten zu Folgegeboten vor. Es ist meines Wissens die erste Analyse, die neben der Buchliquidität auch die wichtige Rolle der Präsenzliquidität dokumentiert und zugleich die Auffassung widerlegt, die Präsenzliquidität sei statistisch nicht fassbar. Zum Erkenntnisfortschritt trägt die Arbeit vor allem durch Belege für die Nachfrage nach Präsenzliquidität bei. Sie liefert aber auch neue empirische Anhaltspunkte dafür, dass Buchliquidität im Markt aufgebaut wird, wenn es an ihr mangelt. Die Untersuchungsergebnisse sind interessant für jeden, der sich mit Effektenmärkten beschäftigt.

Hartmut Schmidt