

Liquidité, coûts de transaction et réintermédiation sur les marchés électroniques*

Ian Domowitz

Les marchés financiers électroniques jouent un rôle important dans l'évolution du mode d'organisation du secteur des valeurs mobilières. Notre étude cherche à établir si les marchés électroniques peuvent entraîner une baisse des coûts de transaction et examine les implications d'un tel phénomène du point de vue du développement des marchés. Nous sommes ainsi amené non seulement à aborder la question de l'avenir des bourses de valeurs, mais aussi à traiter des formes innovantes d'intermédiation financière qui leur livrent aujourd'hui concurrence.

Notre analyse de l'évolution des marchés s'articule autour des trois questions qui l'ont motivée. Premièrement, les transactions effectuées sur un marché caractérisé par une exécution automatisée des ordres se traduisent-elles par une réduction des coûts pour les opérateurs? Deuxièmement, par quels moyens les marchés électroniques permettent-ils de réaliser des économies? Troisièmement, que faut-il en conclure pour la nature de l'intermédiation dans un environnement électronique?

La négociation électronique réduit-elle les coûts de transaction?

Les coûts de transaction ont diminué de façon générale durant les dernières années de la décennie 1990. La concurrence en vue d'obtenir les ordres de la

* La version intégrale de l'étude est accessible (en anglais seulement) à l'adresse <http://www.smeal.psu.edu/faculty/ihd1/Domowitz.html>.

clientèle, les changements de stratégie opérés pour tenir compte des différences de liquidité, la participation accrue des investisseurs institutionnels ainsi que les pressions exercées par les nouveaux mécanismes d'échange et par les organismes de réglementation ne sont pas étrangers à cette évolution, mais la principale cause de la baisse des coûts demeure l'adoption de systèmes automatisés de négociation. Nous présentons les résultats de régressions transversales multipays des coûts de transaction sur la volatilité, le volume d'activité, la capitalisation boursière et une variable latente, qui est un indice du degré d'automatisation de l'exécution des ordres. Ces résultats, qui ont été obtenus à partir de données trimestrielles et sont significatifs sur les plans économique et statistique, montrent que l'automatisation des opérations a donné lieu à une réduction des coûts de transaction de l'ordre de 33 à 46 points de base. Nous citons également d'autres travaux selon lesquels les coûts fixes associés à la mise en place de systèmes automatisés de négociation (qui vont de 10 à 100 millions de dollars) sont bien inférieurs à ceux des marchés à la criée (de 200 à 400 millions de dollars). De plus, les systèmes automatisés reviennent moins cher à l'exploitation.

Nous comparons ensuite les coûts de transaction liés à l'utilisation de quatre systèmes automatisés (Instinet, Instinet Crossing, Posit et AZX) à ceux de 34 courtiers en valeurs mobilières de type classique, pour conclure que les économies procurées par les systèmes automatisés sont de l'ordre de 31 à 65 %. Ces résultats cadrent avec les chiffres présentés dans la littérature. Nous constatons en outre que les économies réalisées sont plus importantes dans le cas des opérations considérées comme « difficiles », c'est-à-dire les transactions de montant élevé, celles qui sont effectuées en période de forte volatilité des marchés et celles qui portent sur les actions de petites entreprises.

Par quels mécanismes les systèmes automatisés font-ils baisser les coûts de transaction?

Le principal mécanisme qui, d'après nous, permet de réduire les coûts de transaction est la gestion stratégique de la liquidité. Étant donné qu'à certains moments de la journée, l'activité est plus intense et le marché plus profond, la gestion stratégique de la liquidité consiste à faire en sorte que les opérations soient exécutées à ces moments précis. Le recours à un carnet d'ordres électronique facilite les choses en permettant d'évaluer la liquidité en temps réel et en rendant moins coûteux le suivi du marché, ce qui renforce encore l'effet de concentration induit sur l'offre et la demande de liquidité.

Que faut-il en conclure pour la nature de l'intermédiation dans un environnement électronique?

Il est faux de croire que les systèmes de négociation électroniques entraîneront la disparition de la fonction de tenue de marché. Peu importe la nature du système de transaction, les opérations qui doivent être exécutées sur-le-champ susciteront une activité de tenue de marché. Cela ne veut pas dire pour autant que cette fonction restera toujours au cœur du marché.

La diminution des coûts de transaction que permettent les systèmes électroniques laisse toutefois prévoir un rétrécissement du champ d'action des courtiers de type classique. L'une de nos principales conclusions est que l'on est en train d'assister à une mutation du rôle d'intermédiaire plutôt qu'à une simple désintermédiation ou à une baisse du nombre des courtiers. Dans le cadre de cette « réintermédiation », les courtiers pourraient par exemple offrir des services de recherche non seulement au niveau des contreparties, mais à l'échelle des différents marchés, des services d'analyse des opérations en fonction de différents facteurs (vitesse, coût, dernière vente, activité des opérateurs, liquidité, cours affichés, etc.) et des services d'exécution automatisée des ordres.

Les services offerts par une bourse électronique consistent essentiellement en i) un mécanisme automatisé d'exécution des ordres; ii) un serveur centralisant l'information relative aux cours acheteur et vendeur et aux prix pratiqués; iii) une fonction d'hébergement. Autrement dit, les bourses électroniques ressemblent beaucoup à des services d'utilité publique et risquent de présenter des caractéristiques courantes parmi ces services, comme la faiblesse des marges et une forte tendance aux regroupements. Les progrès des technologies de l'information font cependant entrevoir une recomposition des services financiers offerts par les bourses. Le nouveau bouquet de services pourrait comporter le conditionnement et l'analyse des données, une aide à la gestion de la liquidité, l'inscription à la cote et l'exécution des ordres.

Les opérateurs institutionnels souhaitent la création de nouveaux types d'ordres et la mise en place de liens permettant le réacheminement des ordres à d'autres lieux d'exécution en cas d'urgence. Cela semble favoriser une architecture technologique modulaire et ouverte. Parmi les initiatives de réintermédiation des courtiers, mentionnons le rapprochement électronique des ordres, la gestion stratégique des opérations et le soutien institutionnel aux stratégies d'exécution et de présentation des ordres. D'autres initiatives mettent davantage l'accent sur les portails offrant des solutions de rechange pour l'exécution des ordres. Une architecture ouverte facilite l'établissement de liens entre les systèmes, par exemple entre les systèmes de transaction sur

actions et sur obligations. Pour ce qui est des bourses, les efforts de réintermédiation passent par la mise en place d'une architecture modulaire permettant aux opérateurs d'intervenir sur diverses places financières dans le monde, en connectant directement leurs propres logiciels de réception et de soumission des ordres au système voulu. En outre, les systèmes de négociation électroniques peuvent faciliter la gestion stratégique de la liquidité pour les opérateurs.

Conclusions

Les systèmes électroniques d'exécution des ordres réduisent les coûts de transaction, les économies réalisées découlant en bonne partie d'une gestion active de la liquidité de la part des utilisateurs. En outre, les progrès de la technologie amènent les courtiers de type classique et les bourses à modifier l'éventail de services qu'ils offrent; dans le cadre de cette réintermédiation, les entités en question concentrent leurs efforts sur les étapes du circuit qui se situent entre l'exécution des ordres et l'aide à la décision d'investissement.

Qui, des courtiers ou des bourses, l'emportera? Les bourses semblent détenir un avantage concurrentiel pour ce qui est de la mise en place de services de gestion de la liquidité et de la communication de l'information en temps réel. Un autre défi attend cependant les maisons de courtage. En temps normal, ce sont elles qui procèdent au rapprochement des ordres pour essayer de trouver une contrepartie. Lorsque deux ordres ne sont pas l'exact pendant l'un de l'autre, le courtier peut essayer de rapprocher suffisamment les parties pour rendre la transaction possible. La mise au point de mécanismes informatisés qui permettraient de surmonter le problème que posent les ordres légèrement dissemblables est la prochaine étape logique dans l'évolution des systèmes de négociation.