



De kapitaalmarkt als concurrentie-indicator

Auteur(s):

Haffner, R.C.G.
Waasdorp, P.M.

De auteurs zijn verbonden aan het ministerie van Economische Zaken. Haffner is tevens verbonden aan Ocfeb. Met dank aan Elbert Dijkgraaf, Aad Kleijweg en Marco Varkevisser.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4151, pagina 377, 8 mei 1998

Rubriek:

Discussie

Trefwoord(en):

bank-, verzekeringsw ezen, industriële, organisatie

Onlangs liet Harry Huizinga in ESB zien dat de rentemarge van Nederlandse banken zeer laag is in vergelijking met het buitenland. Er blijven echter twijfels bestaan over de concurrentie in het Nederlandse bankwezen.

Een recent artikel van Huizinga onderzoekt de prestaties van het Nederlandse bankwezen¹. Uit de analyse ontstaat het beeld van een concurrerende, goed werkende bancaire sector². De concentratie van de Nederlandse bankensector behoort weliswaar tot de hoogste ter wereld, maar Huizinga vindt geen aanwijzingen dat dit heeft geleid tot relatief hoge rentemarges. Integendeel, in internationaal perspectief lijkt de gemiddelde rentemarge juist relatief laag te zijn. Ons inziens behoeft de zonnige conclusie van Huizinga nuancering.

De analyse van Huizinga

Huizinga verklaart de relatief lage rentemarge van Nederlandse banken met een analyse van de jaarverslagen van 5.054 handelsbanken in tachtig landen. Hij concludeert dat een stabiele macro-economische omgeving, met een lage inflatie en een lage reële rente, bijdraagt aan een lage rentemarge. Ook betalen Nederlandse banken relatief weinig belasting en maken zij weinig kosten ten gevolge van verplichte kasreserves. Huizinga bekijkt ook een aantal variabelen die als proxy voor de concurrentiedruk op de binnenlandse markt kunnen dienen. De omvang van de bancaire activa ten opzichte van het bbp heeft een neerwaarts effect op de rentemarge, hetgeen Huizinga verklaart uit het feit dat een goed ontwikkelde bancaire sector de concurrentie tussen banken verhoogt. Daarentegen vindt Huizinga geen aanwijzingen dat het relatief geringe aantal banken in Nederland en de hoge concentratiegraad een opwaartse druk op de gemiddelde rentemarge heeft uitgeoefend. Wel blijkt uit zijn analyse dat grotere banken doorgaans een hogere rentemarge hebben, maar dit kan volgens Huizinga ook samenhangen met de aanwezigheid van schaalvoordelen.

De relevante markt

Naar onze mening gaat Huizinga voorbij aan een les uit de industriële organisatie, namelijk dat een analyse van de invloed van de marktstructuur op het gedrag en de resultaten van een bepaalde sector dient plaats te vinden op het niveau van een relevante markt³. Een relevante markt is de kleinste geografische en productmarkt waarop marktmacht kan worden uitgeoefend door een denkbeeldige monopolist. Door naar de concentratie van de bancaire sector als geheel te kijken, worden verschillende relevante markten op één hoop gegooid⁴. De concentratiegraad van de sector als geheel zal dan ook niet zoveel zeggen over marktmacht op de kredietmarkt. Bij een internationale vergelijking over tachtig landen zoals bij Huizinga speelt dit probleem nog in versterkte mate. De specialisatiegraad van buitenlandse banken is immers veel groter dan in Nederland waar banken doorgaans 'universeel' zijn en een breed pakket van diensten aanbieden. Het feit dat de nadruk in het onderzoek ligt op landen buiten het OESO-gebied doet het vermoeden rijzen dat appels met peren vergeleken worden. Op zijn minst zou in de schattingen een onderscheid gemaakt moeten worden naar landen binnen en buiten het OESO-gebied.

Tenslotte is het de vraag of de kredietmarkt zelf wel een relevante markt is. Uit eerder onderzoek voor de Nederlandse markt blijkt bijvoorbeeld dat een onderscheid gemaakt dient te worden tussen enerzijds grote zakelijke kredietnemers en anderzijds middelgrote en kleinere zakelijke kredietnemers⁵.

Aangezien eerstgenoemden relatief gemakkelijk op de internationale geldmarkt aan kredieten kunnen komen, is de door een individuele bank gepercipieerde prijselasticiteit van de vraag voor deze kredietnemers aanzienlijk hoger dan voor kleinere zakelijke kredietnemers. Een hoge concentratiegraad voor de kredietmarkt als geheel zegt dan ook niet zoveel over de tarieven die grote zakelijke afnemers in rekening wordt gebracht.

Mededinging en banken

De cruciale vraag is in hoeverre banken erin slagen om marktmacht uit te oefenen jegens hun afnemers. De analyse van Huizinga kan over deze vraag geen informatie geven aangezien dit de schatting van een structureel model vereist waarin de mate van collusie, de

prij弹elasticiteit van de vraag en de rentemarge is opgenomen ⁶. Neven en Röller schatten een dergelijk model voor zeven Europese landen (België, Denemarken, Frankrijk, Duitsland, Spanje, het Verenigd Koninkrijk en Nederland) over de periode 1981-1989 voor de zakelijke en de particuliere kredietmarkt ⁷. De hypothese dat het marktgedrag op beide markten hetzelfde is wordt verworpen; de mate van collusie ten opzichte van particuliere kredietnemers blijkt gemiddeld aanzienlijk hoger dan ten opzichte van zakelijke klanten. In Nederland daarentegen is de collusie op de zakelijke markt in internationaal opzicht relatief hoog; alleen voor Spanje wordt een hogere mate van samenspanning geconstateerd. Ook Swank schat een dergelijk model voor de periode 1957-1990 voor de Nederlandse hypotheek- en deposito-markten ⁸.

Hoewel op de markt voor hypotheeklen de marktmacht van kredietverstrekkers sterk is gedaald, is ook hier de marktmacht significant hoger dan bij niet-coöperatief (Cournot-)gedrag.

Tenslotte zijn er nog diverse andere studies voor de Nederlandse markt waaruit blijkt dat er aanwijzingen zijn voor een gebrekkige mededinging ⁹. Zo wijst het Centraal Planbureau op de naar internationale maatstaven hoge risicopremies die Nederlandse banken voor consumentenkrediet rekenen ¹⁰. Meer concurrentie en een vergroting van de transparantie op deze markt kan volgens het CPB voor consumenten een direct voordeel opleveren van naar schatting 250 à 400 miljoen gulden. Een recente studie van McKinsey signaleert eveneens een gebrek aan concurrentie in de bancaire sector die onder andere tot uitdrukking komt in een gebrekkige innovativiteit en een marge voor consumentenkrediet die in de VS in 1995 zo'n 50-60% lager ligt dan in Nederland ¹¹.

De werking van de kapitaalmarkt

Onze kritiek richt zich echter niet eens zozeer op de aanpak van Huizinga. Wij vragen ons vooral af of het feit dat de rentemarge van Nederlandse banken al dan niet uit de pas loopt met andere landen wel voldoende zegt over de werking van de kapitaalmarkt in Nederland. Onderzoek naar de rentemarge is daar slechts een onderdeel van. Gezien het ook door Huizinga onderkende belang van de financiële sector voor het economische prestatievermogen, gaat het vooral om de vraag of Nederlandse ondernemingen erin slagen om tegen concurrerende voorwaarden risicodragend kapitaal aan te trekken. Om deze vraag te beantwoorden moet de financiële sector als geheel in ogenschouw genomen worden, dat is het geheel van banken, kredietinstellingen, participatiemaatschappijen en pensioenfondsen. Ons inziens spelen daarbij twee aspecten een rol: enerzijds de kosten van het aantrekken van (extern) vermogen en anderzijds de vraag of het aanbod van kapitaal voldoende aansluit bij de vraag naar kapitaal.

Wat is er bekend over de kosten van kapitaal, anders dan de hierboven genoemde analyses? Kijken we naar de kosten van eigen vermogen dan lijkt de risicopremie op eigen vermogen in Nederland met 6,3% hoger dan in landen als de VS, het VK en Duitsland waar deze 2,9% bedraagt ¹². De Haan concludeert daarentegen dat de kosten van eigen vermogen voor Nederlandse beursondernemingen relatief hoog zijn in vergelijking met Japan en Duitsland, maar niet significant hoger zijn dan in het VK en in de VS ¹³.

Kijken we naar de risicopremie op vreemd vermogen dan laten Boot e.a. zien dat deze premie (bedrijfsobligaties) in Nederland vergeleken met het VK en België gemiddeld laag is ¹⁴. De reden is dat in Nederland kleinere ondernemingen een relatief geringer beroep doen op de obligatiemarkt. Daar in België en het VK relatief meer kleine ondernemingen een beroep kunnen doen op de obligatiemarkt en dus ook meer risicovolle obligaties worden geëmitteerd, valt de gemiddelde risicopremie daar hoger uit. De cruciale vraag hierbij is dan waarom kleine bedrijven in landen als Duitsland en Nederland geen toegang zoeken of hebben tot de obligatiemarkt.

Bovenstaand overzicht is niet uitputtend. Naast de kostenstructuur is ook de aansluiting van vraag en aanbod van kapitaal relevant. Wat dit betreft zijn er aanwijzingen dat zich met name aan de onderkant van de kapitaalmarkt problemen voordoen. Banken maar bijvoorbeeld ook participatiemaatschappijen lijken zich te verwijderen van de onderkant van de kapitaalmarkt. Zo is het illustratief dat slechts negen van de ruim veertig leden van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen ook in bedragen van minder dan 200.000 gulden investeren. Nederlandse venture capital maatschappijen 'zitten' voor 15% in seeders en starters, hun Amerikaanse collega's voor 26% ¹⁵. Kleine, innovatieve en snelgroeiende bedrijven ondervinden in Nederland relatief veel problemen bij het aantrekken van externe financiering en 'lossen dit op' door hun investeringsambities neerwaarts bij te stellen ¹⁶. Volgens De Haan stelt als gevolg van een gebrek aan financieringsmogelijkheden 50% van de bedrijven voorgenomen investeringsplannen uit ¹⁷. Ook van de startende ICT-bedrijven heeft 30-50% problemen om aan kapitaal te komen ¹⁸. De oorzaak hiervan kan volgens ons niet gezocht worden in een gebrek aan kapitaal ¹⁹ of in een gebrekkige winstgevendheid van het starterssegment ²⁰, maar moet wellicht eerder gezocht worden in een gebrekkige transparantie en in informatie-asymmetrieën. Financiers van Nederlandse bedrijven hebben vaak moeite om vooral bij nieuwe producten en diensten een accurate inschatting te maken van de toekomstige opbrengsten en risico's. Zo blijkt dat bij één op de drie Nederlandse seeders die er niet in slagen financiering aan te trekken uiteindelijk wel degelijk sprake is van een levensvatbare marktintroductie ²¹. De problemen die startende bedrijven in de ICT-sector ondervinden duiden op een dergelijk informatieprobleem. In dit licht bezien zou een lage rentemarge een indicatie kunnen zijn dat banken weliswaar geen buitengewoon hoge opslag op hun kosten rekenen voor hun diensten maar wel hun diensten slechts leveren aan die afnemers waar de minste risico's aan zijn verbonden.

Conclusie

Wij vragen ons af of we voldoende aanwijzingen hebben voor een positief oordeel over het functioneren van de Nederlandse kapitaalmarkt en de bancaire sector in het bijzonder. Empirisch onderzoek lijkt eerder de tegenovergestelde conclusie te ondersteunen. Met name op bepaalde segmenten van de kapitaalmarkt (kleine bedrijven, starters, snelle groeiers, high-tech bedrijven) sluit het aanbod van kapitaal onvoldoende aan op de vraag. Zolang er voldoende mogelijkheden bestaan om een beroep te doen op de informele kapitaalmarkt hoeft dit natuurlijk niet dramatisch te zijn. Maar het hoeft ook niet te betekenen dat we maar in zalige tevredenheid onze ogen sluiten. Een goed functionerende kapitaalmarkt is van groot belang voor het concurrentievermogen van de Nederlandse economie.

Zie ook:

-
- 1 H.P. Huizinga, [Zijn Nederlandse banken efficiënt?](#), *ESB*, 13 maart 1998, blz. 208-211.
- 2 Eenzelfde conclusie kan ook getrokken worden op basis van J.M. Groeneveld en J. Swank, [De fusiekoorts in het Europese bankwezen](#), *ESB*, 13 maart 1998, blz. 204-208.
- 3 R.C.G. Haffner, De relevante markt, *Tijdschrift voor Politieke Economie*, nr. 2, blz. 211-231, 1997.
- 4 Omdat de concentratiegraad van Huizinga wordt gemeten als percentage van de bancaire activa, blijven een aantal activiteiten buiten beeld, zoals de buiten-balans activiteiten en de activiteiten die geen balansbeslag met zich meebrengen zoals advies en emissies.
- 5 P.A.G. van Bergeijk, C. van Gent, R.C.G. Haffner en A.J.M. Kleijweg, Mobiliteit en concurrentie op de kapitaalmarkt, *ESB*, 6 september 1995, blz. 780-784.
- 6 P.A.G. van Bergeijk en R.C.G. Haffner, *Privatization, deregulation and the macroeconomy*, Edward Elgar, Cheltenham, 1996, hoofdstuk 3.
- 7 D. Neven en L.-H. Röller, *Competition in the European banking industry*, Wissenschaftszentrum Berlin, 1995.
- 8 J. Swank, Oligopoly in loan and deposit markets, *De Economist*, nr. 3, 1995.
- 9 Zie noot 5 voor een literatuuroverzicht.
- 10 CPB, *Competition in communication and information services*, SDU, Den Haag, 1997. In de VS is de risico-premie op leningen zonder onderpand 3-12%-punten lager dan in Nederland.
- 11 McKinsey Global Institute, *Boosting Dutch Economic Performance*, Amsterdam, 1997.
- 12 Ministerie van Economische Zaken, *Toets op het concurrentievermogen: klaar voor de toekomst?*, Den Haag, 1997.
- 13 L. de Haan, Kosten van eigen vermogen, *VBA Journaal*, 1996. Overigens tekent De Haan hierbij aan dat de schattingen voor Duitsland 'onwaarschijnlijk lage risico-premies' impliceren terwijl in Japan specifieke institutionele en economische factoren mogelijk een rol spelen.
- 14 A.W.A. Boot, J. Ligterink, A. Schmeits, *De kosten van vreemd vermogen in internationaal perspectief*, Universiteit van Amsterdam, 1997.
- 15 In hoeverre hierbij een rol speelt dat het kapitaal van Nederlandse participatiemaatschappijen voor een groot deel (30%) afkomstig is van banken is nog onduidelijk.
- 16 EIM/BIRC, *Internationale vergelijking van externe financieringsmogelijkheden voor het MKB en beleidsmaatregelen*, 1997.
- 17 L. de Haan, *Financial behaviour of the Dutch corporate sector*, 1998.
- 18 Booz Allen en Hamilton, *Netherlands ICT Twinning Centers and investment funds*, Den Haag, 1998.
- 19 De constatering van DNB dat de kasliquiditeit van Nederlandse banken over de periode 1994-1996 gemiddeld 69% hoger was dan vereist is hiervoor voldoende. Ook de solvabiliteit was met 11,4% over deze periode ruim boven de Bazelse norm van 8%. Zie DNB, *Jaarverslag 1996*.
- 20 NVP, *Rentabiliteit en venture capital*, 1997.
- 21 Bureau Bartels, *Van inventie naar innovatie, Knelpunten en potenties van seeders in Nederland*, 1997.