

Banken, instituties en zachte budgetbeperkingen tijdens de transitie

Ralph de Haas*

In dit artikel gaat de auteur in op de remmende werking van een gebrekkige institutionele - met name juridische - infrastructuur in voormalig socialistische landen in de overgangperiode naar een meer marktgeoriënteerde economie. De juridische bescherming van banken en aandeelhouders beïnvloedt de omvang en kwaliteit van het financiële systeem en daarmee de economische groei. Zo dragen banken, die door institutionele onvolkomenheden niet in staat zijn om verlieslijdende bedrijven (her)financiering te ontzeggen bij aan het in stand houden van een inefficiënte allocatie van middelen. Zulke institutionele onvolkomenheden uiten zich onder meer in zachte budgetbeperkingen bij bedrijven. Om deze budgetbeperkingen harder te maken, zijn niet alleen juridische verbeteringen op papier nodig. Minstens zo belangrijk is dat verbeterde wetgeving effectiever wordt gehandhaafd, zodat het dreigen door banken om financiering van verlieslijdende bedrijven stop te zetten, geloofwaardig wordt (van de redactie).

Na de val van het communisme in Midden- en Oost-Europa (M&OE), inmiddels meer dan 10 jaar geleden, werden de landen in deze regio gedwongen hun financiële systeem grondig te herstructureren. Financiële markten waren vrijwel afwezig en het bankwezen bestond nog uit een monobanksysteem, zonder onderscheid tussen de centrale bank en commerciële banken. Een eerste hervormingsstap die veel landen namen, was het opsplitsen van de monobank in een centrale bank en een aantal functioneel of sectoraal gespecialiseerde staatsbanken. Hier-

* De auteur is werkzaam bij het directoraat Toezicht van De Nederlandsche Bank (r.t.a.de.haas@dnb.nl). Het artikel is op persoonlijke titel geschreven. Met dank aan Harry Garretsen, Klaas Knot en een anonieme referent voor nuttig commentaar.

mee begon het financiële transitieproces, waarbij verschillende landen verschillende strategieën zouden hanteren. Zo werden staatsbanken snel of juist geleidelijk geprivatiseerd en verschilde de rol die buitenlandse strategische investeerders mochten gaan spelen evenzeer. Bovendien combineerden sommige landen de hervormingen in de financiële sector met de herstructurering van de rest van de economie en met het voeren van een macro-economisch stabilisatiebeleid, terwijl andere landen de verschillende hervormingen juist volgtijdelijk doorvoerden. Ondanks een veelvoud aan uitgangspunten en strategieën, zien al de landen zich tijdens het transitieproces gesteld voor een aantal gelijksoortige problemen. Dit artikel behandelt één van de belangrijkste problemen, te weten de gebrekkige institutionele infrastructuur en de daaruit volgende inefficiënties in zowel de financiële als de reële sfeer.

Allereerst zal in het artikel wat dieper worden ingegaan op recente inzichten in het belang van financiële ontwikkeling voor de reëel-economische ontwikkeling van landen. Hieruit blijkt dat het adagium "*where enterprise leads, finance follows*" (Robinson, 1979) op zijn minst een onvolledig beeld van de economische werkelijkheid schetst. Hierna wordt beknopt de ontwikkeling geschetst die het bankwezen in M&OE in het afgelopen decennium heeft doorgemaakt. Alhoewel er ontegenzeggelijk veel ten goede is veranderd, zet een aantal hardnekkige problemen in de financiële sector nog steeds een rem op de economische ontwikkeling van de regio. Beargumenteerd zal worden dat de interactie tussen inadequate instituties - zoals gebrekkige financiële wetgeving - en het gedrag van banken hierbij een centrale rol vervult. Zo hebben sommige gezonde ondernemingen in M&OE te leiden onder een sterk dalend kredietaanbod, terwijl andere - vaak verlieslijdende - bedrijven juist profiteren van een bijna onuitputtelijke bron van externe financiering. Dergelijke zachte budgetbeperkingen (*soft budget constraints*) waren inherent aan de centralistische planeconomieën van voor de omwenteling, maar blijken na een tiental transitiejaren nog steeds relevant. Het artikel besluit met een aantal conclusies.

1. De financiering van economische ontwikkeling

Alvorens dieper in te gaan op de problemen in de financiële sector van M&OE, is het nuttig stil te staan bij de vraag in hoeverre de ontwikkeling van een goed functionerende financiële sector nu eigenlijk van belang is voor de economische ontwikkeling van een land. Indien bijvoorbeeld - zie het eerdere citaat van Robinson - de ontwikkeling van de financiële sector niet meer dan een bijproduct van de algemene economische groei blijkt te zijn, dan boet het vraagstuk van de financiële ontwikkeling van transitie-economieën immers sterk aan belang in.

In theorie kunnen zowel financiële markten als financiële intermediairs zoals banken op verschillende manieren bijdragen aan de groei van een economie. Levine (1997) wijst bijvoorbeeld op het feit dat financiële markten en intermediairs kunnen zorgen voor het mobiliseren en het efficiënt alloceren van spaargelden. Ook speelt het financiële systeem een rol in het bewaken van de managers die dit geld gebruiken voor hun investeringen. Tenslotte vergemakkelijken financiële markten en intermediairs het risicomanagement van huishoudens en bedrijven en zorgt een goed werkend financieel systeem ervoor dat transacties in de reële sfeer beter en sneller kunnen worden uitgevoerd. Al deze positieve effecten zouden, door het vergroten van de kapitaalvoorraad dan wel door de technologische vooruitgang te bespoedigen, in principe kunnen leiden tot meer economische groei. Maar gebeurt dit ook echt?

Tot een aantal jaren geleden was het empirische bewijs voor een causaal verband tussen financiële en reële groei nog zeer beperkt. Eén van de eerste studies naar dit verband vindt weliswaar grofweg een lange-termijn relatie tussen beide variabelen, maar biedt geen inzicht in de richting van de causaliteit (Goldsmith, 1969). King en Levine (1993) concluderen dat na WO II landen met een relatief groot en efficiënt financieel systeem systematisch hogere groeipercentages hebben laten zien. Aanwijzingen omtrent de causaliteit in deze relatie zijn echter ook hier beperkt. Daar is eind jaren '90 verandering in gekomen met de opkomst van de zogenoemde juridische benadering (*legal view*) van het vraagstuk van financiering en groei. De centrale hypothese binnen deze benadering is dat het juridische systeem in een land bepalend is voor de kwaliteit en kwantiteit van de financiële diensten die worden aangeboden door zowel financiële markten als intermediairs.¹ Meer specifiek wordt gesteld dat zowel crediteuren, waaronder banken, als aandeelhouders alleen financiële middelen ter beschikking zullen stellen van bedrijven indien zij zich voldoende juridisch beschermd voelen tegen kwaadwillende of inefficiënte bedrijfsmanagers. De mate van gepercipieerde bescherming hangt niet alleen af van de kwaliteit van de relevante wetgeving, zoals faillissementswetgeving, maar ook van de handhaving van deze wetten in de alledaagse praktijk. Een betere bescherming van financiers zal de ontwikkeling van het financiële systeem stimuleren en daarmee uiteindelijk de groei van de economie als geheel.

In de afgelopen jaren hebben verschillende onderzoeken de empirische validiteit van de juridische benadering ondersteund.² Inderdaad blijkt juridische bescher-

¹ Zie onder meer La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer en Vishny (1997, 1998, 1999 en 2000).

² Zie bijvoorbeeld Levine (1998); Beck en Levine (2000); Beck, Levine en Loayza (2000); Demirgüç-Kunt en Maksimovic (2000) en Levine (2000). Een goed overzicht van de resultaten van dit onderzoek en de hieraan gerelateerde beleidsimplicaties is te vinden in Wereldbank (2001). Kritiek op de juridische benadering is er inmiddels ook; zo stellen Rajan en Zingales

ming van financiers, via de invloed op het financiële systeem, positief geassocieerd te zijn met economische groei. Aangezien internationale verschillen in juridische structuren veelal historisch bepaald zijn en dus "exogeen" verondersteld kunnen worden, bieden deze empirische resultaten ook een duidelijke aanwijzing dat de causaliteit loopt van financiële naar reëel-economische groei. Bovendien blijkt dat financiële intermediairs de economische groei vooral stimuleren door de technologische vooruitgang te bevorderen en niet zozeer door de besparingen aan te wakkeren. Technologische vooruitgang is voorts met name het gevolg van het financieren van nieuwe bedrijven en slechts in mindere mate van de financiering van bedrijfsuitbreidingen, hetgeen in lijn is met Schumpeter (1934). Deze stelde reeds dat banken de allocatie van besparingen verbeteren - en daarmee de technologische ontwikkeling bevorderen - en niet zozeer de groei van deze besparingen.

Tenslotte toont de juridische benadering aan dat internationale verschillen in financiële *structuur*, dat wil zeggen: het relatieve belang van banken ten opzichte van financiële markten, niet bijdragen aan het verklaren van internationale groeiverschillen. De omvang van het totale financiële systeem is van belang en niet zozeer de nadruk op banken dan wel markten; beiden bieden complementaire producten en diensten aan. De discussie over de absolute voordelen van bankdan wel marktgeoriënteerde financiële systemen lijkt daarmee inmiddels deels achterhaald (Allen en Gale, 2000 en Levine, 2000). Het feit dat verschillen in financiële structuur historisch gezien niet blijken bij te dragen aan de verklaring van internationale groeiverschillen, wil nog niet zeggen dat de keuze voor banken versus markten in M&OE onbelangrijk is. Zo geldt dat voor goed werkende financiële markten veel beter ontwikkelde juridische systemen nodig zijn dan voor een adequaat bankwezen. Veel financieel-economische literatuur over M&OE stelt daarom dat het - gezien de beperkte kwaliteit van het juridische systeem in deze regio - beter is om de aandacht *eerst* te richten op het ontwikkelen van een stabiel en efficiënt bankwezen (Scholtens, 2000 en Allen, 1993). Wanneer echter de juridische bescherming van zowel crediteuren als aandeelhouders eenmaal op peil is, vervalt daarmee volgens de juridische benadering de legitimering van een beleid gericht op het expliciet bevorderen van financiële markten dan wel banken.

Uit het voorgaande blijkt dat recente inzichten in de relatie tussen financiële en economische groei aannemelijk hebben gemaakt dat de ontwikkeling van het financiële systeem van significant belang is voor het stimuleren van reële groei. De financiële structuur is hierbij van ondergeschikt belang, de juridische be-

(2000) dat fluctuaties in financiële ontwikkeling beter verklaard kunnen worden door verschuivingen in politieke coalities dan door een relatief constante factor als het juridische systeem van een land.

scherming van zowel crediteuren als aandeelhouders dient in orde te zijn. Op die manier zullen met name nieuwe bedrijven aan externe financiering worden geholpen en kan een hogere productiviteit leiden tot een stijgend welvaartspeil. Met deze korte samenvatting is tevens het belang van de juridische en financiële hervormingen in de Midden- en Oost-Europese transitielanden geschetst. Zoals verderop zal blijken, ligt de kern van enkele belangrijke economische problemen in deze regio namelijk juist op het gebied van inadequate juridische instituties en het daaruit volgende gebrek aan bescherming van financiers. Alvorens hier dieper op in te gaan, schetst paragraaf 2 eerst in vogelvlucht de financiële hervormingen die reeds in M&OE zijn doorgevoerd.

2. Tien jaar financiële transitie in Midden- en Oost-Europa

Ten tijde van het communisme was het bankwezen in M&OE slechts een instrument om de financiële en boekhoudkundige kant van de centrale plannen uit te voeren. De overheid bepaalde tot in detail hoeveel financiële middelen ieder bedrijf diende te ontvangen en deze orders werden vervolgens door de banken uitgevoerd. Bedrijven die meer middelen nodig bleken te hebben en hierom vroegen, kregen deze in de meeste gevallen ook. Deze uiterst zachte kredietvoorwaarden waren één van de oorzaken van de grote inefficiënties binnen de staatsondernemingen. Na de omverwerping van het communistische regime werden de bestaande financieringsstructuren in snel tempo afgebroken. Het monobanksysteem werd rond 1990 omgevormd tot een duaal systeem en in de meeste landen werden veel vergunningen verleend aan startende banken. Het algemene gevoel was dat er snel een markteconomie moest worden "opgebouwd". De daarbij horende economische prikkels, zoals het streven naar winstmaximalisatie en het nemen van afgewogen risico's, bleken ten tijde van het staatssocialisme echter grotendeels verdwenen. Het oorspronkelijke optimisme over het omvormen van de financiële sector in M&OE sloeg dan ook al snel om in het besef dat het transitieproces langdurig van aard zou zijn.

Na de creatie van een aantal aparte staatsbanken zagen de landen in de regio zich gesteld voor de vraag hoe zij deze banken zouden moeten omvormen tot private instellingen die op efficiënte wijze de aanwezige besparingen zouden kunnen alloceren. Een eerste belangrijke keuze was de vraag of de banken eerder, later of gelijktijdig met de rest van het bedrijfsleven geprivatiseerd dienden te worden. Een tweede vraagstuk betrof wat te doen met de enorme hoeveelheden slechte leningen die de staatsbanken op hun balans hadden staan. Deze leningen waren een erfenis uit het communistische verleden en vormden een blok aan het been van de nieuw gevormde banken.

Grofweg kunnen er twee manieren worden onderscheiden waarop de landen in M&OE het probleem van de slechte leningen hebben aangepakt: een centrale en een decentrale benadering. Bij een centrale oplossing, zoals toegepast in bijvoorbeeld Tsjechië, werd ervoor gekozen om de portfolio's met slechte leningen van de bankbalansen af te halen en om te ruilen voor overheidsobligaties. De slechte leningen werden vervolgens ondergebracht bij een aparte herstructureringsbank of bij een speciale afdeling van de centrale bank. Landen die een decentrale oplossing kozen, waaronder Polen en Estland, lieten de slechte leningen zoveel mogelijk bij de banken zelf. Deze werden wel verplicht om-intern zogenoemde *work-out units* op te richten, die als taak hadden de slechte leningen op verschillende manieren te herstructureren. Uit Tang, Zoli en Klytchnikova (2000) blijkt dat de resultaten van beide methoden vrij mager zijn geweest. In het geval van een gecentraliseerde aanpak werd tussen de 3 en 16 procent van het bedrag aan slechte leningen uiteindelijk toch nog geïnd, terwijl dit percentage bij de decentrale aanpak van Polen zo'n 17 procent bedroeg. Ondanks de herkapitalisaties en de daarmee gepaard gaande verwijdering van de *voorraad* slechte leningen, zorgden de aanhoudende institutionele inefficiënties ervoor dat een nieuwe *stroom* van slechte kredieten niet werd voorkomen. In sommige gevallen, zoals in Hongarije, maakte de overheid onvoldoende duidelijk dat de herkapitalisatie een éénmalige gebeurtenis zou zijn, waardoor banken na de opschoning van hun balansen doorgingen met het verlenen van krediet aan verliesgevende bedrijven in de hoop opnieuw gered te worden door de overheid. Dit gedrag, een vorm van *moral hazard* oftewel moreel risico, zorgde ervoor dat de bankbalansen uiteindelijk dusdanig verslechterden dat een tweede herkapitalisatie inderdaad plaatsvond.

Na de herkapitalisatie van de banken, die ruwweg tijdens de eerste helft van de jaren '90 plaatsvond, werden deze in veel landen grotendeels geprivatiseerd, vaak door meerderheidsaandelen te verkopen aan buitenlandse strategische investeerders (zie ook tabel 1). Deze banken, vrijwel allemaal afkomstig uit West-Europa, zagen de landen in M&OE als een natuurlijke groeiemarkt. Vaak waren ze al enkele jaren op kleine schaal actief in de regio, maar hadden zich daarbij met name gericht op grote multinationale bedrijven. Na 1995 besloten enkele banken echter als strategische investeerder op te treden en een meerderheidsaandeel te kopen in een geheel of gedeeltelijk geherkapitaliseerde staatsbank.

Tabel 1: Omvang en structuur van het financiële systeem in een aantal Midden- en Oost-Europese landen

Land	Binnen-lands krediet aan bedrijven (% bbp)	Aandeel private sector in bbp (%)	Aantal banken (waarvan buitenlandse)	Slechte leningen (% totale leningen)	Aandelenmarkt kapitalisatie (% bbp)
Bulgarije	15	70	28 (7) ^a	13 ^a	6
Estland	26	75	7 (2)	3	37
Hongarije	21	80	39 (27)	3	36
Kroatië	22	60	53 (13)	24	14
Letland	17	65	23 (12)	6 ^b	6
Litouwen	10	70	13 (4)	12	11
Oekraïne	9	55	161 (15)	3	5
Polen	19	65	77 (39)	15	20
Roemenië	11	60	34 (19)	37	3
Rusland	12	70	2376 (33)	13	44
Slovenië	36	55	31 (5)	10	12
Slowakije	38	75	25 (10)	40	4
Tsjechië	44	80	42 (17)	31	23

Bron: EBRD (2000). Data hebben betrekking op 1999 tenzij anders aangegeven.

^a In 1997

^b In 1998

Voor de betreffende landen in M&OE betekende de toenemende activiteit van buitenlandse banken onder meer een import van beter (risico)management en een efficiëntere allocatie van de kredietverlening. De interesse van buitenlandse banken ging met name uit naar de landen die waarschijnlijk als eerste zullen toetreden tot de Europese Unie, waaronder Estland, Hongarije, Polen en Tsjechië. In deze landen was het aandeel van buitenlandse banken in de totale bancaire activa begin 2001 opgelopen tot boven de 60 procent. In andere landen, waaronder bijvoorbeeld Slovenië en de voormalige Sovjetrepublieken is het bankwezen nog steeds grotendeels in handen van de staat en het aandeel van buitenlandse banken navenant klein. Hoewel de privatisering van het bankwezen, al dan niet met medewerking van buitenlandse strategische investeerders, in een aantal landen de rol van banken als "motor" van economisch groei in potentie heeft doen toenemen, zijn tot op heden slechts weinig banken deze functie ook optimaal gaan vervullen. Hierdoor is de totale kredietverlening aan de private sector als percentage van het BBP in M&OE nog steeds relatief laag (zie tabel 1), onder andere doordat veel banken er voor kiezen om grotendeels te beleggen in overheids-

obligaties, in plaats van gezonde risico's te nemen.³ Blijkbaar is er aan een aantal voorwaarden die noodzakelijk zijn voor het goed laten functioneren van het bankwezen nog niet voldaan.

3. Formele en informele instituties

Voor de werking van een economie als geheel, en de financiële sector daarin, zijn instituties van groot belang. Instituties zijn de spelregels - formeel (wetgeving en regulering) dan wel informeel (conventies en gedragscodes) - die in een bepaalde samenleving gelden en daarmee de economische prikkels van individuen beïnvloeden (zie bijvoorbeeld North, 1987). Instituties zijn belangrijk omdat, in tegenstelling tot wat vaak in standaard neo-klassieke economische theorie wordt aangenomen, individuen slechts "begrensd" rationeel kunnen handelen (*bounded rationality*) en niet over volledige informatie beschikken. Afspraken in de vorm van instituties kunnen er dan voor zorgen dat onzekerheid in het economische verkeer en de daarmee gepaard gaande transactiekosten dalen. Goed werkende instituties kunnen het economisch verkeer dus efficiënter maken, het vertrouwen laten toenemen en daarmee de economische ontwikkeling van een land bevorderen. In een algemeen evenwichtsraamwerk, dat de basis vormt van de neo-klassieke theorie, zullen instituties daarentegen slechts dienen als gedragsbeperkingen van volledig rationele agenten (Van Ees en Garretsen, 1994).

Instituties veranderen slechts langzaam; ze zijn voor een groot deel padafhanke-lijk. Zo lieten in M&OE de oude instituties zich snel ontmantelen, maar bleek het opbouwen van nieuwe instituties aanzienlijk moeilijker, hetgeen in sommige gevallen leidde tot een institutioneel vacuüm (Raiser, 1997). Dit gold met name voor informele instituties. Heersende conventies onder huishoudens, bedrijven en banken bleken zich bijvoorbeeld slechts zeer traag aan te passen aan de nieuwe economische omstandigheden. Dit is van groot belang voor landen die in principe de formele instituties van een ander land of groep van landen willen overnemen. Immers, het kopiëren van formele instituties mag dan redelijk eenvoudig zijn, het daadwerkelijk werkzaam maken van dergelijke formele regels blijkt aanzienlijk moeilijker. Zo kan nieuw ingevoerde regelgeving simpelweg worden genegeerd of blijkt de handhaving door het juridische systeem niet streng genoeg. De interactie tussen formele en informele instituties is in dat geval suboptimaal. Onderzoek naar transitielanden laat bijvoorbeeld zien dat de wettelijke bescherming van crediteuren en aandeelhouders in de afgelopen jaren in snel

³ In de meest ontwikkelde markteconomieën ligt dit percentage vaak boven de 70%, met uitschieters als Duitsland, Engeland en Nederland waar de 100% overschreden wordt (Lensink, Scholtens en Sterken, 2001, p. 47).

tempo is verbeterd, zozeer zelfs dat in 1998 de aandeelhouders- en crediteurenbescherming in het doorsnee transitieland aanzienlijk beter was dan het wereldwijde gemiddelde (Pistor, Raiser en Gelfer, 2000; Weder, 2001). Uit hetzelfde onderzoek blijkt echter ook dat de handhaving van deze nieuwe formele instituties nog veel te wensen overlaat. Zo duurt het voor banken in veel transitielanden, ondanks inmiddels goede faillissementswetgeving, toch nog jaren voordat ze onderpand kunnen liquideren. De gebrekkige handhaving van wetten en regels weerhoudt banken ervan nieuwe kredieten te verlenen, waardoor veel productieve investeringen uiteindelijk onuitgevoerd blijven. De effectiviteit van de wetshandhaving blijkt dan ook een veel grotere invloed te hebben op de omvang van financiële markten en financiële intermediairs dan de kwaliteit van de wetboeken. Alleen wanneer wetgeving ook daadwerkelijk wordt gehandhaafd, zijn beleggers en banken bereid hun middelen in de private sector te investeren. Pistor, Raiser en Gelfer (2000) concluderen dan ook dat goede wetten “op papier” geen substituut kunnen vormen voor zwakke juridische handhaving. Hiermee verklaren ze deels waarom het transitieproces moeilijker en langduriger is dan velen aanvankelijk verwachtten. Het simpelweg kopiëren van Westerse wetgeving, vaak onder hoge politieke druk, lijkt onvoldoende om de opkomst van effectieve lokale banken en aandelenmarkten te stimuleren. Om de remmende werking van inadequate instituties op de ontwikkeling van transitielanden beter te kunnen begrijpen, is het noodzakelijk om dieper in te gaan op het concept van zachte budgetbeperkingen.

4. Zachte budgetbeperkingen vóór en tijdens de transitie

Het begrip zachte budgetbeperkingen werd geïntroduceerd door Kornai (1980), in zijn beschrijving van de redding van verlieslijdende bedrijven door socialistische overheden. In dit artikel wordt de volgende definitie gehanteerd: “Een bedrijf kent een zachte budgetbeperking indien (1) het een (verwachte) negatieve netto contante waarde heeft en desalniettemin financiering ontvangt, of indien (2) het niet meer aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen, maar crediteuren of de overheid een dusdanige beslissing nemen dat het bedrijf zijn werkzaamheden kan voortzetten ook al zouden de activa meer opleveren wanneer ze alternatief zouden worden aangewend” (Mitchell, 2000). Dat zachte budgetbeperkingen zich niet beperkt hebben tot (voormalige) socialistische economieën bleek wel bij het recente faillissement van de Belgische luchtvaartmaatschappij Sabena. Deze verlieslijdende maatschappij kreeg, net als veel andere luchtvaartmaatschappijen in hun thuisland, jarenlang financiële steun van de Belgische overheid. In de terminologie van Kornai (1980) gedragen zulke overheden zich “paternalistisch”, in de zin dat zij in hun afweging andere dan louter bedrijfseconomische

motieven laten meespelen. Te denken valt aan doelstellingen als een lage werkloosheid en het "prestige" van een eigen nationale luchtvaartmaatschappij.

Theoretische verklaringen van zachte budgetbeperkingen kunnen worden ingedeeld in twee categorieën (Mitchell, 2000). De eerste categorie ziet zachte budgetbeperkingen als dynamische commitmentproblemen ten gevolge van *sunk costs*.⁴ In dat geval leiden zachte budgetbeperkingen tot ex ante inefficiënties, waarbij zowel "goede" als "slechte" bedrijven financiering ontvangen. Wanneer blijkt dat een bedrijf slecht is, zal een bank onder bepaalde omstandigheden herfinanciering niet weigeren, aangezien zulke herfinanciering ex post efficiënt is; de originele lening is immers "*sunk*". De tweede categorie betreft modellen waarin zachte budgetbeperkingen het gevolg zijn van passiviteit aan de kant van crediteuren, deze laatsten rollen leningen simpelweg door wanneer een bedrijf failliet dreigt te gaan, zonder moeite te doen een deel van de uitgeleende gelden terug te vorderen. In dergelijke modellen is het gedrag van banken (ook) ex post inefficiënt. Een mogelijke reden hiervoor is dat bankmanagers faillissementen van debiteuren willen voorkomen, omdat deze een negatief signaal geven over hun competentie en daardoor hun reputatie aantasten (Mitchell, 1993). In het hiernavolgende zal dieper worden ingegaan op de eerste vorm van zachte budgetbeperkingen.⁵ Deze levert namelijk een verklaring voor het feit dat zachte budgetbeperkingen kunnen blijven bestaan in transitielanden waar het bankwezen al grotendeels los is komen te staan van directe overheidsbeïnvloeding, maar waar juridische instituties nog steeds suboptimaal zijn.

Stel dat er in eerste instantie nog sprake is van een socialistische planeconomie, waarbij de centrale overheid de financiële middelen alloceert over de bedrijven en het bankwezen dus feitelijk niet meer is dan een verlengstuk van deze overheid. Neem verder aan dat het kredietverleningsproces plaatsvindt in twee periodes. Aan het begin van de eerste periode vragen verschillende bedrijven om financiering voor een project, waarbij we aannemen dat er twee soorten projecten bestaan: slechte en goede. Helaas heeft de overheid aan het begin van de eerste periode geen informatie over de kwaliteit van de projecten. De managers van de bedrijven weten echter wel of hun project al dan niet in orde is; er is kortom sprake van asymmetrische informatie. De overheid zal nu een aantal bedrijven - als gevolg van de informatie-asymmetrie zowel bedrijven met slechte als met goede projecten - een lening van X monetaire eenheden geven die na afloop van de eerste periode terugbetaald moet worden. Aan het eind van de eerste periode

⁴ *Sunk costs* of irrelevante kosten zijn in het verleden gemaakte kosten die onomkeerbaar zijn en op de besluitvorming in het heden dus geen invloed meer behoren uit te oefenen.

⁵ Deze uitleg van zachte budgetbeperkingen als een dynamisch commitmentprobleem is grotendeels gebaseerd op Berglöf en Roland (1998), Dewatripont en Maskin (1995) en Maskin en Xu (2001).

leveren de goede projecten de overheid O op. Bovendien ontvangt het management van het bedrijf aan het eind van de eerste periode B aan opbrengsten. Slechte projecten kunnen in principe hetzelfde opleveren, echter alleen wanneer het bedrijfsmanagement in periode 1 goed zijn best doet. Als dat niet het geval is, zullen de slechte projecten aan het eind van periode 1 niets hebben opgeleverd. Op dat moment wordt de overheid voor een keuze gesteld. Zij kan het project liquideren en de liquidatieopbrengst L incasseren ($L < X$). Het bedrijfsmanagement krijgt dan helemaal niets. Een andere mogelijkheid is om het bedrijf voor de tweede periode opnieuw een lening te geven van X eenheden. In dat geval zal de overheid aan het einde van de tweede periode O_2 ontvangen en het bedrijfsmanagement B_2 . Deze socialistische overheid maximaliseert echter niet alleen haar eigen inkomsten, maar ook die van de bedrijven, bijvoorbeeld omdat ze volledige werkgelegenheid wil handhaven.

Wat zal er nu in deze economie gebeuren? De kans bestaat dat sommige bedrijven zachte budgetbeperkingen hebben, waardoor het management van bedrijven met slechte projecten niet goed zijn best zal doen. Dit zal het geval zijn indien het voor de overheid aan het einde van de eerste periode aantrekkelijker is om te herfinancieren dan om te liquideren én wanneer bovendien de opbrengsten voor het bedrijfsmanagement hoger zijn in het geval van herfinanciering na niet goed hun best gedaan te hebben dan wanneer zij in eerste instantie wél hun best hadden gedaan.⁶ Deze zachte budgetbeperkingen zullen tot inefficiënties in de economie leiden indien de totale opbrengst van de slechte projecten na herfinanciering ($O_2 + B_2$) kleiner is dan de totale hoeveelheid middelen die in de projecten is gestoken ($2X$). De crux van het probleem van zachte budgetbeperkingen is dat de overheid bedrijfsmanagers die bewust een slecht project ter financiering willen aanbieden, niet kan afschrikken met het vooruitzicht dat na de eerste periode het slechte project geliquideerd zal worden. Deze managers weten namelijk dat de overheid aan het einde van periode 1 liever zal herfinancieren dan de stekker uit het project trekken. Zij bieden dus de slechte projecten aan en doen vervolgens niet hun best om van het project alsnog een succes te maken (moreel risico). De managers verwachten te worden geherfinancierd en hebben dus zachte budgetbeperkingen. Indien de overheid wel geloofwaardig zou maken dat slechte projecten na de eerste periode herfinanciering wordt ontzegd, zouden bedrijfsmanagers deze projecten niet langer aanbieden of deze wel aanbieden

⁶ De twee voorwaarden zijn dus $O_2 + B_2 - X > L$ en $B_2 > B$. Als de tweede voorwaarde geldt, betekent dit dat managers beloofd worden voor hun passiviteit. Immers, als ze in de eerste periode hard zouden werken, zou hun slechte project toch evenveel kunnen opleveren als een goed project, namelijk B. De managers weten echter dat indien ze niets doen en hun project vervolgens herfinanciering ontvangt, ze zelfs nog meer opstrijken, namelijk B_2 . Een mogelijke reden waarom zou gelden dat $B_2 > B$ is dat managers in de tweede financieringsronde een groter deel van de totale opbrengsten kunnen opeisen, bijvoorbeeld doordat de overheid met minder directe opbrengst genoeg neemt ($O_2 < O$).

maar vervolgens goed hun best doen. Immers, in geval de overheid na de eerste periode geen herfinanciering geeft, zal de opbrengst voor de managers nihil zijn.

De bovenstaande redenering kan ook worden toegepast op transitie-economieën waar de kredietverlening reeds in handen is gegeven van geprivatiseerde banken. Dergelijke banken zullen zich aan het einde van de eerste periode idealiter alleen laten leiden door het streven naar winstmaximalisatie. Echter, ook in dat geval kan herfinanciering aantrekkelijk zijn, namelijk wanneer de uiteindelijke opbrengst van herfinancieren voor de bank ($O_2 - X$) groter is dan de opbrengst bij liquideren (L). Als bovendien herfinanciering voor bedrijven met slechte projecten aantrekkelijker is dan hard werken in de eerste periode ($B_2 > B$), dan zullen zij nog steeds kunnen profiteren van zachte budgetbeperkingen. Managers met slechte projecten zullen dus alleen hard werken in de eerste periode - of de projecten niet eens aanbieden - indien de bank vooraf een geloofwaardig dreigement kan afgeven dat zij slechte projecten niet zal herfinancieren. Indien dat niet het geval is, profiteren veel bedrijven van zachte budgetbeperkingen. In een dergelijke vicieuze cirkel blijven bedrijven slechte projecten aanbieden, omdat die na herfinanciering uiteindelijk zelfs aantrekkelijker zijn voor het management dan goede projecten. Tegelijkertijd zullen de banken deze slechte projecten accepteren, omdat ze ex ante geen onderscheid kunnen maken tussen de slechte en goede projecten. Indien de bank erachter komt dat een project slecht is, is de eerste financiering reeds gegeven en is het voor de bank op dat moment aantrekkelijker te herfinancieren dan om het project stop te zetten. Bedrijven merken dit en zullen opnieuw slechte projecten aan de banken ter financiering aanbieden. Behalve dat de zachte budgetbeperkingen kunnen leiden tot inefficiënties doordat de verkeerde projecten worden gefinancierd, is een ander probleem dat hierdoor goede nieuwe projecten moeilijker aan financiering kunnen komen. Dit zal het geval zijn indien er relatief weinig goede projecten worden aangeboden en het verschil in opbrengst tussen het herfinancieren van oude projecten en het financieren van nieuwe projecten klein is (Berglöf en Roland, 1997). In dat geval zullen banken liever het zekere voor het onzekere nemen en de oude projecten herfinancieren. Op deze manier kan er tegelijkertijd sprake zijn van voortdurende financiering van ex ante inefficiënte projecten en een *credit crunch* voor nieuwe "goede" projecten.

Hoe kan nu voorkomen worden dat zelfs geprivatiseerde banken in M&OE gevangen blijven in een spiraal van inefficiënte kredietverlening, waardoor zij eerder een rem zetten op de economische ontwikkeling dan dat zij een bijdrage daaraan leveren, zoals verwacht mag worden op basis van de eerder besproken empirische literatuur? De bovenstaande gestileerde beschrijving van zachte budgetbeperkingen biedt hiervoor drie belangrijke aanknopingspunten, waarbij het belang van instituties opnieuw naar voren komt.

Het verharden van budgetbeperkingen. Ten eerste geldt dat banken kunnen proberen vooraf een beter onderscheid te maken tussen goede en slechte projecten. Door te investeren in *screening*-technologie en het trainen van het eigen personeel kan de informatie-asymmetrie tussen de banken en de te financieren bedrijven worden vermindert. Hierdoor zullen al snel meer slechte projecten buiten de boot vallen en dus relatief veel goede projecten in de kredietportefeuille worden opgenomen. Voorts wordt hierdoor het alternatief voor het doorrollen van oude projecten, te weten het financieren van nieuwe projecten, aantrekkelijker. Dit maakt het waarschijnlijker dat de bank niet tot herfinanciering zal overgaan, maar hard zal optreden en slechte projecten zal stopzetten. Managers krijgen dit in de gaten en zullen harder gaan werken of slechte projecten niet eens meer aanbieden. Een betere screening leidt dus tot een endogene verharding van de budgetbeperkingen van het bedrijfsleven. Het is aannemelijk dat gedurende het transitieproces de kwaliteit van de screening door banken langzaam is gestegen. In de eerste plaats heeft de privatisering van de staatsbanken ervoor gezorgd dat expliciete staatssteun via het bankwezen minder belangrijk is geworden. Dit is met name het geval in de landen waar belangrijke delen van het bankwezen zijn verkocht aan buitenlandse strategische investeerders, welke naar verwachting minder gevoelig zullen zijn voor overheidsdruk om aan bepaalde sectoren krediet te verlenen. Ook zullen banken die in buitenlandse handen zijn overgegaan minder lijden onder eventuele hechte banden tussen het bankmanagement en (voormalige) staatsbedrijven. De kwaliteit van de screening, voor een groot deel afhankelijk van de kwaliteit van het aanwezige menselijk kapitaal, kan echter niet op stel en sprong worden verbeterd. Oorzaak hiervoor is dat een goede screening van lokale bedrijven afhankelijk is van de combinatie van de gebruikte screeningmethodieken- en technologieën, de kennis van het lokale bedrijfsleven en de commerciële instelling bij het bankpersoneel. Buitenlandse banken die tot M&OE toetreden, maar ook lokale geprivatiseerde banken, kunnen in principe op relatief korte termijn het niveau van hun screeningstechnieken verbeteren door deze te "importeren", respectievelijk te kopiëren van succesvolle buitenlandse banken. Echter, deze technieken dienen ook gekoppeld te worden aan de kennis van de lokale markt en een marktgeoriënteerde commerciële instelling van de kredietverschaffers. Het verbeteren van informele instituties, zoals het aanleren van een commerciële grondhouding bij het bankpersoneel, kan een langdurig proces vormen, waardoor de resultaten van een verbeterde screening slechts langzaam binnen bereik komen.⁷ Zo kan de sinds enige

⁷ Het combineren van "Westerse" screeningstechnieken met de aanwezige kennis van de lokale markt bij de Oost-Europese bankmanagers kan dus leiden tot een betere schifting, ex ante, van goede en slechte projecten waardoor budgetbeperkingen harder worden. Faure-Grimaud en Rochet (1998) wijzen er echter op dat de kennis van Oost-Europese bankmanagers van de *bestaande* kredietportefeuille ertoe kan leiden dat deze managers in staat zijn meer waarde te halen uit geherfinancierde projecten. Op die manier zou herfinancieren aantrekkelijker worden ten opzichte van liquideren, waardoor budgetbeperkingen juist zachter worden. In dat geval

jaren afnemende Tsjechische kredietverlening deels worden verklaard door de zeer risico-averse houding van kredietverleners aldaar, zelfs in het geval van voormalige staatsbanken die inmiddels in buitenlandse handen zijn (The Economist, 2001).

Het endogeen harder maken van de budgetbeperkingen van bedrijven door een verbeterde screening kan dus een langdurig proces zijn. Is er dan op de korte termijn geen verbetering mogelijk? Een mogelijke oplossing is ervoor te zorgen dat de opbrengsten van managers indien ze hard werken om een slecht project toch te laten slagen (B), hoger zijn dan in geval ze passief aansturen op herfinanciering (B₂). Meer concreet betekent dit dat in geval van herfinanciering een groot deel van de opbrengsten terecht zou moeten komen bij de bank en slechts een klein deel (in ieder geval minder dan B) bij de managers. In dat geval zullen managers gestimuleerd worden om slechte projecten door hard te werken al binnen de eerste periode tot een succes te maken, omdat ze weten dat ze anders in de tweede periode minder (indien de bank herfinanciert) of zelfs helemaal niets ontvangen (indien de bank besluit het project te liquideren). Het onaantrekkelijk maken van herfinanciering betekent dat vooraf voor de managers duidelijk moet zijn dat herfinanciering voor hen niet de optimale uitkomst oplevert. In het contract van de oorspronkelijke financiering zou bijvoorbeeld een clause opgenomen kunnen worden die in geval van herfinanciering de opbrengsten voor de managers sterk reduceert. Natuurlijk moeten dergelijke contractuele clauses wel wettelijk afdwingbaar zijn en moeten er voor managers geen andere mogelijkheden bestaan om toch te profiteren van een tweede financieringsronde.

Een andere mogelijkheid zou kunnen zijn om de aantrekkelijkheid van het liquideren van slechte projecten te vergroten, in het bovenstaande voorbeeld zou dit betekenen dat L toeneemt. In dat geval wordt het voor een bank aantrekkelijker om te liquideren en kan zij dus een geloofwaardiger liquidatiedreigement afgeven. Bedrijven zullen hierdoor harder gaan werken om liquidatie te voorkomen of zullen voor slechte projecten niet langer financiering vragen. In principe zouden banken de liquidatiewaarde kunnen verhogen door aan het begin van de eerste periode een adequate hoeveelheid onderpand te vragen. Echter, zelfs dan kan liquidatie onaantrekkelijk zijn. Dit zal het geval zijn indien de wettelijke mogelijkheden om onderpand na een faillissement op te eisen, beperkt zijn. Zo kan het voorkomen dat banken een achtergestelde positie hebben als schuldeiser. Maar ook in geval van goede wettelijke waarborgen kan de liquidatiewaarde zeer laag zijn. Dit is het geval wanneer de handhaving van faillissementswetgeving veel te wensen overlaat en schuldeisers bijvoorbeeld jarenlange juridische procedures

kunnen de lokale managers beter vervangen worden door Westerse managers, juist omdat de kennis van de lokale markt van deze laatste groep geringer is.

moeten voeren om hun onderpand op te eisen.⁸ In dat geval kan de netto constante waarde van liquidatie zo laag zijn, dat het doorrollen van een lening een aantrekkelijker optie is. Op die manier blijven bedrijven profiteren van zachte budgetbeperkingen en blijven inefficiënte projecten, vaak uitgevoerd door staatsbedrijven, financiering ontvangen. Tegelijkertijd kan er een krediettekort ontstaan voor nieuwe private bedrijven. Slechte juridische instituties kunnen dus middels het instandhouden van zachte budgetbeperkingen de financiële en reële ontwikkeling van een land afremmen, ook wanneer de overheidsinvloed op het kredietverleningsproces grotendeels is teruggedrongen. Instituties die de geloofwaardigheid van liquidatie door banken verhogen, kunnen daarom worden gezien als belangrijke voorwaarden voor het verharden van de budgetbeperkingen in veel transitie landen.⁹ Dit geldt voor zowel formele instituties, zoals faillissementswetgeving, als meer informele instituties, zoals een commerciële attitude bij bankpersoneel en een bereidwilligheid binnen de rechterlijke macht om bestaande wetgeving ook daadwerkelijk toe te passen. In afwachting van een verbeterde institutionele infrastructuur zou in principe op kortere termijn de liquidatiegeloofwaardigheid van banken geholpen kunnen worden door het aanbieden van (gedeeltelijke) kredietgaranties door de overheid. Op die manier zal de liquidatiewaarde van projecten stijgen, zullen banken verliesgevende projecten eerder liquideren en zullen budgetbeperkingen voor bedrijven *harder* worden (Berglöf en Roland, 1997). Tegelijkertijd geldt dat kredietgaranties banken kunnen overhalen om meer te investeren in nieuwe ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf (EBRD, 1999). Op die manier worden de budgetbeperkingen van deze starters juist *zachter* (Pawlowska en Mullineux, 1999). Met name wanneer een effectieve bescherming van crediteuren nog niet gewaarborgd wordt door het bestaande juridische systeem, zouden dergelijke kredietgaranties dus kunnen bijdragen aan zowel het verharden als het verzachten van budgetbeperkingen van respectievelijk verlieslijdende (staats)bedrijven en startende kleine bedrijven. Tegelijkertijd moet echter worden vermeden dat hierdoor de ontwikkeling van een volledig marktgeoriënteerd financieel systeem wordt vertraagd (Wagner en Iakova, 2001). Zo kunnen kredietgaranties ook moreel risico uitlokken en de economische prikkels van banken daarmee verder verstoren, waardoor de kwaliteit van de kredietverlening juist afneemt.

⁸ Overigens zou effectieve faillissementswetgeving een (langdurige) tussenkomst van een rechtbank in de meeste gevallen sowieso overbodig moeten maken en crediteuren - en banken in het bijzonder - zelf in staat moeten stellen om insolvable bedrijven eventueel te herstructureren of onderpand op te eisen (Anderson, Berglöf en Mizsei, 1996, p. 23).

⁹ Maskin en Xu (2001) laten zien dat ook decentralisatie van het bankwezen kan leiden tot hardere budgetbeperkingen voor bedrijven. Dit zal het geval zijn indien individuele banken zo klein zijn dat ze geloofwaardig kunnen dreigen met liquidatie aangezien herfinanciering ervoor zou zorgen dat een te groot deel van hun activa bij één tegenpartij geconcentreerd zou worden.

Empirisch bewijs voor zachte budgetbeperkingen. Zachte budgetbeperkingen als verklaring voor de problemen in de financiële sector van transitielanden hebben ook geleid tot empirisch onderzoek op dit gebied. Gebruikmakend van diverse onderzoeksmethodieken wordt er voor verschillende landen inderdaad meer of minder overtuigend bewijs gevonden voor de aanwezigheid van zachte budgetbeperkingen. Zo toont onderzoek naar Hongarije aan dat bedrijfsmanagers die in vroeger tijden lid waren van de communistische nomenklatoera, de meeste kans hadden op het verkrijgen van een bankkrediet (Hersch, Kemme en Netter, 1997). Dit zou erop kunnen duiden dat er voor dit type managers zachte budgetbeperkingen gelden à la Kornai (1980), aangezien de kredietverlening aan hun bedrijven niet alleen op bedrijfseconomische gronden is gebaseerd. Dit hoeft echter niet het geval te zijn, aangezien het best mogelijk is dat voormalige partijleden objectief gezien betere managers zijn, bijvoorbeeld omdat ze een betere opleiding hebben genoten. Ook kan het zijn dat leningen aan bedrijven van ex-nomenklatoeraleden minder kredietrisico met zich meebrengen, omdat de voormalig partijleden tijdens het privatiseringsproces in staat zijn geweest zich de beste bedrijven toe te eigenen. Onderzoek naar de aanwezigheid van zachte kredietbeperkingen in Bulgarije toont aan dat bedrijven in dit land aan het begin van het transitieproces over het algemeen te maken hadden met harde budgetbeperkingen (Budina, Garretsen en De Jong, 2000). Echter, bedrijven met een grote schuldenlast en bedrijven met negatieve kasstromen bleken juist geen problemen te hebben in het verkrijgen van liquiditeit. Hoewel in een goed functionerende markteconomie de afwezigheid van liquiditeitsbeperkingen in het algemeen zal wijzen op een geringe mate van informatie-asymmetrie, beargumenteren de auteurs dat in het geval van een transitie-economie zoals Bulgarije deze verklaring minder voor de hand ligt. Hier duidt het gemak waarmee ongezonde bedrijven financiering verkrijgen eerder op het uitbuiten van zachte budgetbeperkingen. Tenslotte onderzoeken Frydman e.a. (2000) de aanwezigheid van zachte kredietbeperkingen bij kleine en middelgrote bedrijven in Tsjechië, Hongarije en Polen. Zij tonen aan dat staatsbedrijven veel minder goed leningen afbetalen dan niet-staatsbedrijven, ook wanneer wordt gecorrigeerd voor het feit dat staatsbedrijven minder inkomsten hebben en dus ook minder kunnen terugbetalen. De empirische resultaten tonen aan dat staatsbedrijven minder geneigd waren terug te betalen, deels als gevolg van het feit dat banken zachtere kredietvoorwaarden hanteerden.

Zoals gezegd kunnen zachte budgetbeperkingen voor bepaalde categorieën bedrijven gelijktijdig voorkomen met zeer harde budgetbeperkingen (kredietrantsoenering) voor andere categorieën. Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn wanneer het verschil in verwachte opbrengsten tussen het financieren van nieuwe projecten en het herfinancieren van bestaande, maar ex ante inefficiënte projecten, zeer

gering is en er bovendien maar weinig nieuwe winstgevende projecten bestaan.¹⁰ Met name het midden- en kleinbedrijf heeft in verschillende landen te kampen gehad met een sterke afname van het kredietaanbod, mede als gevolg van de hoge mate van informatie-asymmetrie tussen deze bedrijven en de banken. Zo heeft een sterke ineenkrimping van de kredietverlening aan kleine en middelgrote Poolse bedrijven aan het begin van het transitieproces bijgedragen aan de sterke teruggang in de reële economie van dat land (Calvo en Corricelli, 1993; Pawlowska en Mullineux, 1999). Over het algemeen wordt aangenomen dat vooral de kredietverlening aan dit soort bedrijven van groot belang is voor het stimuleren van de economische groei. Zo heeft de snelle groei van het midden- en kleinbedrijf en de aanwezigheid van voldoende externe financiering voor deze sector bijgedragen aan de integratie van Oost- met West-Duitsland (Carlin en Richthofen, 1995). Met de opkomst van buitenlandse banken in de regio en de daardoor toegenomen concurrentie in de kredietverlening aan de grotere bedrijven, zijn banken langzaam hun aandacht gaan verschuiven in de richting van het verlenen van krediet aan huishoudens en het midden- en kleinbedrijf.

Overigens is de groei van het midden- en kleinbedrijf niet alleen afhankelijk van de aanwezigheid van externe financiering. Ook hier is een goede institutionele inrichting van de economie van groot belang. Zo blijken met name aan het begin van het transitieproces zwakke eigendomsrechten ervoor te hebben gezorgd dat eigenaars van nieuwe bedrijfjes winsten slechts in zeer geringe mate herinvesterden in hun eigen bedrijf (Johnson, McMillan en Woodruff, 1999). Deze winsten bleken in veel gevallen meer dan genoeg om de benodigde investeringen te financieren, zodat externe financiering minder noodzakelijk was en kredietransoenering door slecht werkende banken minder schade zou hebben aangericht. Echter, eigenaars van bedrijven waren simpelweg niet bereid om veel te investeren in hun bedrijf, niet op basis van hun eigen ingehouden winsten noch op basis van extern krediet. De reden hiervoor was dat zij vreesden dat de opbrengsten van zulke investeringen grotendeels zouden worden onttrokken door (corrupte) bureaucraten of zouden worden verloren in zakelijke geschillen. De slechte wettelijke bescherming van bedrijfseigenaren zorgde dus voor onderinvesteringen en een geringe behoefte aan interne, laat staan externe financiering. De remmende werking van deze lage kredietvraag op de economische bedrijvigheid werd versterkt door het feit dat bedrijven die wel wilden lenen om te investeren in veel gevallen werden gerantsoeneerd door de banken (laag kredietaanbod). Een tekortschietende institutionele infrastructuur heeft veel startende ondernemers er dus aan het begin van de transitie van weerhouden om een groot deel van de winst in hun bedrijf te herinvesteren. Ander empirisch onderzoek,

¹⁰ Periodes van kredietransoenering in post-socialistische transitielanden moeten dan ook niet worden gezien als bewijs dat zachte budgetbeperkingen in dergelijke landen niet van belang zouden zijn.

grotendeels gebaseerd op macro-economische gegevens, benadrukt juist dat een gebrekkige institutionele infrastructuur pas later in het transitieproces, als de ergste macro-economische instabiliteit ten gevolge van de transitieschok onder controle is, de betreffende landen parten gaat spelen.¹¹

De negatieve invloed van kredietransoenering op de efficiëntie van de economische allocatie - en daarmee de economische ontwikkeling - zal groter zijn naarmate deze gepaard gaat met zachte budgetbeperkingen voor bepaalde inefficiënte (staats-) bedrijven. Dit blijkt bijvoorbeeld het geval te zijn in het eerder genoemde voorbeeld van Bulgarije.¹² Kleine staatsbedrijven werden door hardere budgetbeperkingen gedwongen om zich relatief snel aan de nieuwe economische omstandigheden aan te passen (Claessens en Peters, 1997). Een beperkt aantal grote verlieslijdende staatsbedrijven, met name in de elektriciteits- en kolenindustrie, bleef echter verantwoordelijk voor een groot deel van de totale verliezen in het Bulgaarse bedrijfsleven. Zachte budgetbeperkingen, verergerd door de afwezigheid van voldoende onderpand, verminderden de prikkels van deze bedrijven om door middel van herstructurering weer winstgevend te worden. Deze kleine groep van verlieslijdende bedrijven heeft er uiteindelijk voor gezorgd dat veel winstgevende private en publieke bedrijven ten onder gingen aan een gebrek aan externe financiering. Zoals verwacht waren met name staatsbanken verantwoordelijk voor het in stand houden van zachte budgetbeperkingen aan staatsbedrijven (Budina, Garretsen en De Jong, 2000).

Eerder werd het vragen van onderpand al genoemd als een – in ieder geval theoretisch mogelijke – oplossing voor het probleem dat banken niet geloofwaardig kunnen dreigen met het liquideren van verlieslijdende projecten. De aanwezigheid van voldoende onderpand bij banken kan er zo voor zorgen dat de budgetbeperkingen van de klanten van deze banken harder worden. In onder meer Polen (Pawlowska en Mullineux, 1999) en Oost-Duitsland (Carlin en Richthofen, 1995) blijken banken inderdaad zeer veel nadruk te hebben gelegd op het vragen van grote hoeveelheden onderpand. Voor banken was dit een manier om om te gaan met het feit dat zij slecht in staat waren een verwachting te vormen omtrent de toekomstige kasstromen van met name nieuwe bedrijven. Zulke bedrijven hadden vanzelfsprekend geen betalingsgeschiedenis en opereerden bovendien in

¹¹ Zie bijvoorbeeld Brunetti, Kisunko en Weder (1997^{a,b,c,d}), Moers (1999) en Havrylyshyn en Van Rooden (2000), studies naar de positieve relatie tussen instituties en economische groei in transitielanden. In deze studies wordt geen aandacht besteed aan de vraag in hoeverre de ontwikkeling van het financiële systeem een rol speelt als intermediaire variabele tussen de kwaliteit van instituties en economische groei, zoals verwacht zou kunnen worden op basis van de eerder beschreven juridische benadering.

¹² Ook in Tsjechië, Hongarije en Polen hebben staatsbedrijven tijdens de eerste jaren van het transitieproces te maken gehad met zachtere budgetbeperkingen dan private bedrijven (Frydman e.a., 2000).

een zeer onzekere economische omgeving. Bovendien hadden de banken onvoldoende expertise in huis om de weinige betrouwbare informatie die aanwezig was, op een goede manier te kunnen interpreteren.

5. Conclusies

Sinds het begin van het transitieproces in M&OE heeft de financiële sector aldaar een snelle ontwikkeling doorgemaakt. Monobanksystemen werden omgevormd tot een tweelagensysteem met verschillende banken en één aparte centrale bank. In het begin werden deze nieuw gecreëerde staatsbanken gehinderd door de enorme schuldenlast die zij erfden uit de periode van het staatssocialisme. Sommige landen kozen voor een centrale oplossing voor dit probleem, andere landen legden de verantwoordelijkheid voor het herstructureren van de slechte leningen bij de banken zelf. Later werden belangrijke staatsbanken geprivatiseerd, waarbij in veel gevallen buitenlandse strategische investeerders werden uitgenodigd om een meerderheidsaandeel in de betreffende banken te nemen. Deze ontwikkeling heeft ertoe geleid dat in veel landen in M&OE het aandeel van buitenlandse banken in de activa van het lokale bankwezen momenteel ruim boven de 60 procent ligt.

Ondanks de vele doorgevoerde hervormingen op weg naar een markteconomie, niet alleen in de bankensector maar ook in vele andere bedrijfstakken, zijn de banken in veel transitielanden niet in staat geweest optimaal bij te dragen aan de reëel-economische ontwikkeling. Idealiter zou verwacht mogen worden dat door de privatisering van grote delen van het bankwezen en de groeiende invloed van buitenlandse banken, het bankwezen snel de economische allocatie van financiële middelen heeft kunnen verbeteren. Hierdoor zou de herstructurering van de rest van de economieën in M&OE ook in een hoger tempo verlopen zijn. De ervaringen die tot op heden zijn opgedaan, hebben echter laten zien dat privatisering alleen onvoldoende is om de werking van het bankwezen te verbeteren. Een goed werkende institutionele omgeving voor de geprivatiseerde banken is een noodzakelijke voorwaarde gebleken. Zonder adequate instituties zullen de economische prikkels van banken verstoord blijven, ook na privatisering en macro-economische stabilisering, aangezien de benodigde institutionele infrastructuur ontbreekt. Hierbij kan gedacht worden aan een gebrek aan goede faillissementswetgeving en eenduidige accountingstandaarden, weinig effectief financieel toezicht, trage en soms corrupte rechtspraak en het bestaan van corruptie in meer algemene zin. In M&OE heeft de gebrekkige kwaliteit van de instituties die horen bij een markteconomie zich met name gemanifesteerd in de voortdurende aanwezigheid van zachte budgetbeperkingen voor grote delen van de (staats)industrie in combinatie met kredietrantsoenering van het midden- en

kleinbedrijf. Hierdoor is de noodzakelijke herstructurering van de staatsindustrie en de opkomst van een nieuwe dienstensector vertraagd. De laatste jaren zijn formele instituties zoals faillissementswetgeving en accountingstandaarden, met name in de landen die waarschijnlijk als eerste zullen toetreden tot de Europese Unie, in snel tempo verbeterd. Hierdoor zijn op papier de mogelijkheden voor banken om bijvoorbeeld aan te sturen op een faillissement verbeterd. Dergelijke papieren verbeteringen blijken echter weinig effect te hebben zolang meer informele instituties, waaronder (het afwijzen van) corruptie en de bereidheid om nieuwe wetgeving ook daadwerkelijk te handhaven, nog niet op het niveau zijn van een doorsnee markteconomie. Hoewel er in de afgelopen jaren reeds een aanzienlijke verschuiving is opgetreden in de richting van een meer marktgeoriënteerde economie, is het transitieproces hiermee voorlopig nog niet ten einde.

Literatuur

- Allen, F., 1993, Stock Markets and Resource Allocation, In C. Mayer en X. Vives (red.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, (p. 81-100), Cambridge University Press
- Allen, F. en Gale, D., 2000, *Comparing Financial Systems*, Cambridge, MA: MIT Press
- Anderson, R.W., Berglöf, E. en Mizsei, K., 1996, *Banking Sector Development in Central and Eastern Europe*, London: Centre for Economic Policy Research/Institute for EastWest Studies
- Beck, T. en Levine, R., 2000, External Dependence and Industry Growth. Does Financial Structure Matter?, paper gepresenteerd op de conferentie "*Financial Structure and Economic Development*", Washington, D.C.
- Beck, T., Levine, R. en Loayza, N., 2000, Finance and the Sources of Growth, *Journal of Financial Economics*, 58, 261-300
- Berglöf, E. en Roland, G., 1997, Soft Budget Constraints and Credit Crunches in Financial Transition, *European Economic Review*, 41, 807-817
- Berglöf, E. en Roland, G., 1998, Soft Budget Constraints and Banking in Transition Economies, *Journal of Comparative Economics*, 26, 18-40
- Brunetti, A., Kisunko, G. en Weder, B., 1997^a, Institutional Obstacles to Doing Business: Region-by-Region Results from a Worldwide Survey of the Private Sector, *World Bank Policy Research Papers* 1759
- Brunetti, A., Kisunko, G. en Weder, B., 1997^b, Credibility of Rules and Economic Growth: Evidence from a Worldwide Survey of the Private Sector, *World Bank Policy Research Papers* 1760
- Brunetti, A., Kisunko, G. en Weder, B., 1997^c, Institutions in Transition: Reliability of Rules and Economic Performance in Former Socialist Countries, *World Bank Policy Research Working Papers* 1809

- Budina, N., Garretsen, H. en De Jong, E., 2000, Liquidity Constraints and Investment in Transition Economies, The Case of Bulgaria, *Economics of Transition*, 8(2), 453-475
- Calvo, G.A. en Coricelli, F., 1993, Output Collapse in Eastern Europe. The Role of Credit, *IMF Staff Reports*, 40(1), 32-52
- Carlin, W. en Richthofen, P., 1995, Finance, Economic Development and the Transition: The East German Case, *Economics of Transition*, 3(2), 169-195
- Claessens, S., 1997, Banking Reform in Transition-Countries, *World Bank Working Paper*
- Demirgüç-Kunt, A. en Maksimovic, V., 2000, Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data, paper gepresenteerd op de conferentie "Financial Structure and Economic Development", Washington, D.C.
- Dewatripont, M. en Maskin, E., 1995, Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies, *The Review of Economic Studies*, 62, 541-555
- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), 1999, *Transition Report 1999, Ten Years of Transition*, London
- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), 2000, *Transition Report 2000. Employment, skills and transition*, London
- The Economist, 2001, The Banks That Don't Lend, 89-90
- Ees, van, H. en Garretsen, H., 1994, The Theoretical Foundation of the Reforms in Eastern Europe: Big Bang Versus Gradualism and the Limitations of Neo-Classical Theory, *Economic Systems*, 18(1), 1-13
- Faure-Grimaud, A. en Rochet, J.-C., 1998, A Positive Analysis of Bank Privatisation in Transition Economies, London: London School of Economics
- Frydman, R., Gray, C., Hessel, M. en Rapaczynski, A., 2000, The Limits of Discipline: Ownership and Hard Budget Constraints in the Transition Economies, *C.V. Starr Center for Applied Economics Economic Research Reports*, 2000-02
- Goldsmith, R.W., 1969, *Financial Structure and Development*, New Haven: Yale University Press
- Havrylyshyn, O. en Rooden, R.V., 2000, Institutions Matter in Transition, but So Do Policies, *IMF Working Paper* 70
- Hersch, P., Kemme, D. en Netter, J., 1997, Access to Bank Loans in a Transition Economy: The Case of Hungary, *Journal of Comparative Economics*, 24(1), 79-89
- Johnson, S., Mcmillan, J. en Woodruff, C., 1999, Property Rights, Finance, and Entrepreneurship: European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper 43
- King, R.G. en Levine, R., 1993, Finance, Entrepreneurship, and Growth, *Journal of Monetary Economics*, 32, 513-542
- Kornai, J., 1980, *Economics of Shortage*, New York: North-Holland

- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. en Vishny, R.W., 1997, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52(3), 1131-50
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. en Vishny, R.W., 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-55
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. en Vishny, R.W., 1999, The Quality of Government, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 15, 222-279
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. en Vishny, R.W., 2000, Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27
- Levine, R., 1997, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, XXXV(June), 688-726
- Levine, R., 1998, The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30(3), 596-613
- Levine, R., 2000, *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?*, paper gepresenteerd op de conferentie "Financial Structure and Economic Development", Washington, D.C.
- Lensink, B.W., Scholtens, L.J.R. en Sterken, E., 2001, *Financiële ontwikkeling en economische groei. Een overzicht van de theoretische en empirische literatuur*, Financiële en Monetaire Studies, 19^e Jaargang, Nr. 4, Groningen: Wolters-Noordhoff
- Maskin, E. en Xu, C., 2001, Soft Budget Constraint Theories. From Centralisation to the Market, *Economics of Transition*, 9(1), 1-27
- Mitchell, J., 1993, Creditor Passivity and Bankruptcy: Implications for Economic Reform, In C. Mayer en X. Vives (red.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge: Cambridge University Press
- Mitchell, J., 2000, Theories of Soft Budget Constraints and the Analysis of Banking Crises, *Economics of Transition*, 8(1), 59-100
- Moers, L., 1999, How Important Are Institutions for Growth in Transition Countries?, *mimeo*
- North, D.C., 1987, Institutions, Transaction Costs and Economic Growth, *Economic Inquiry*, XXV, 419-428
- Pawlowska, A.E. en Mullineux, A., 1999, Financing Small and Medium-Sized Enterprises in Poland, 1989-1994: An Empirical Investigation of Credit Rationing, In A. W. Mullineux en C. J. Green (red.), *Economic Performance and Financial Sector Reform in Central and Eastern Europe. Capital Flows, Bank and Enterprise Restructuring*: Edward Elgar
- Pistor, K., Raiser, M. en Gelfer, S., 2000, Law and Finance in Transition Economies, *Economics of Transition*, 8(2), 325-68
- Raiser, M., 1997, *Soft Budget Constraints and the Fate of Economic Reforms in Transition Economies and Developing Countries*, Kiel: Kieler Studien Institut für Weltwirtschaft (University of Kiel)

- Rajan, R.G. en Zingales, L., 2000, The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century, *OECD Economics Department Working Papers* 265
- Robinson, J., 1979, *The generalisation of the general theory, and other essays*, St. Martin's Press: New York
- Scholtens, B., 2000, Financial Regulation and Financial System Architecture in Central Europe, *Journal of Banking & Finance*, 24 (Special Issue), 525-553
- Schumpeter, J., 1934, *The Theory of Economic Development*, Cambridge, MA: Harvard University Press
- Tang, H., Zoli, E. en Klytchnikova, I., 2000, Banking Crises in Transition Countries: Fiscal Costs and Related Issues, *World Bank Working Paper*
- Wagner, N. en Iakova, D., 2001, Financial Sector Evolution in the Central European Economies: Challenges in Supporting Macroeconomic Stability and Sustainable Growth, *IMF Working Paper* 141
- Weder, B., 2001, Institutional Reform in Transition Economies: How Far Have They Come?, *IMF Working Paper* 114
- Wereldbank, 2001, *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington, D.C.: World Bank / Oxford University Press