

Auteursrechterlijke overeenkomst

Opdat de Universiteit Hasselt uw eindverhandeling wereldwijd kan reproduceren, vertalen en distribueren is uw akkoord voor deze overeenkomst noodzakelijk. Gelieve de tijd te nemen om deze overeenkomst door te nemen, de gevraagde informatie in te vullen (en de overeenkomst te ondertekenen en af te geven).

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling met

Titel: Groei en financieringsbronnen gerelateerd tot bedrijfsgrootte: een studie op basis van Belgische boekhoudkundige data

Richting: master in de toegepaste economische wetenschappen - accountancy en financiering
2009

Jaar:

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Ik ga akkoord,

PUNIE, Ine

Datum: 14.12.2009

Groei en financieringsbronnen gerelateerd tot bedrijfsgrootte

Een studie op basis van Belgische boekhoudkundige data

Ine Punie

promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Woord vooraf

Deze eindverhandeling vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen met afstudeerrichting Accountancy en Financiering. Hiermee heb ik getracht een beter inzicht te krijgen in de groei van ondernemingen en de manier waarop zij deze groei financieren. Ik heb mij voornamelijk toegespitst op het verschil tussen kleine en grote ondernemingen.

Het werken aan deze eindverhandeling was een zeer leerrijke en boeiende ervaring. Deze ervaring was echter niet mogelijk geweest zonder de hulp en steun van verschillende personen. Door middel van dit schrijven wil ik dan ook graag deze personen bedanken.

In de eerste plaats wil ik mijn dank betuigen aan mijn promotor, Prof. dr. S. Vandemaele. Zij heeft mij enorm geholpen met haar deskundige begeleiding, suggesties en opbouwende kritiek.

Daarnaast wil ik graag mijn vriend, mijn broer, vrienden en familie bedanken voor de morele steun die ze mij geboden hebben doorheen mijn opleiding.

En tot slot natuurlijk mijn ouders. Zonder hen had ik deze opleiding nooit tot een goed einde kunnen brengen. Ik wil hen dan ook danken voor de nodige morele en financiële steun van de afgelopen jaren.

Ine Punie
Hasselt, mei 2009

Samenvatting

Ondernemingen zijn uiterst belangrijk voor een land onder meer voor de werkgelegenheid die ze creëren en het Bruto Binnenlands Product waarvoor zij instaan. In een land als België is dit niet anders. Om te overleven zullen vele van deze ondernemingen moeten groeien. Dit kan onder andere door de nodige investeringen te doen maar hiervoor zijn financiële middelen nodig.

In dit onderzoek wordt de groei en de financiering ervan bij Belgische ondernemingen bestudeerd. Er wordt enerzijds onderzocht of er een verschil is in groei tussen kleine en grote ondernemingen en anderzijds of er een verschil is in de financiering van deze groei. Verder wordt er in de literatuur ook gezocht naar mogelijke factoren die het verschil in aangewende financieringsbronnen kunnen verklaren.

Om de financieringsbronnen van een onderneming te verklaren bestaan er veel theorieën. Een aantal van deze theorieën gaan op zoek naar het al dan niet bestaan van een optimale kapitaalstructuur. Als basis voor deze eindverhandeling, wordt er één theorie behandeld, namelijk de Pecking Order Theory. Volgens deze theorie bestaat er geen optimale kapitaalstructuur, maar prefereren ondernemingen een bepaalde volgorde bij hun keuze van financieringsbron. Ondernemingen zullen financieringsbronnen waarvan de prijs het minst wordt beïnvloed door informatie asymmetrie eerst aanwenden en financieringsbronnen waarvan de prijs het meest wordt beïnvloed door informatie asymmetrie het laatst aanwenden. De aanwending van financieringsbronnen gebeurt dus in volgende volgorde: eerst interne financiering, vervolgens schuldfinanciering en tot slot financiering door middel van uitgifte van aandelen.

Na de Pecking Order Theory wordt gekeken naar de verschillende factoren die mogelijk het verschil in groei tussen kleine en grote ondernemingen verklaren. Deze elementen worden enkel uit de literatuur gelicht en worden niet verder onderzocht. Eén van de voornaamste factoren is natuurlijk afgeleid uit de Pecking Order Theory, namelijk informatie asymmetrie. Zowel kleine als grote ondernemingen worden hiermee geconfronteerd, doordat er tussen de krediet- en kapitaalverschaffers en de onderneming altijd problemen van *adverse selection* en *moral hazard* zullen optreden. Toch zullen de kleine ondernemingen hier het meest mee geconfronteerd worden aangezien zij, zoals verder zal blijken, onder andere minder transparant zijn. Daarnaast zijn er ook factoren die de problemen inzake informatie asymmetrie kunnen inperken. Deze zijn niet even toegankelijk voor kleine ondernemingen als voor grote ondernemingen. De overige factoren die kunnen worden aangehaald, worden ook wel *financial constraints* genoemd. Zo is er het probleem van transparantie. Kleine

ondernemingen zullen vaak minder transparant zijn. Daarnaast is er ook de factor risico. Kleine ondernemingen zijn risicovoller, doordat ze meestal erg jong en minder stabiel zijn. Voorts profiteren grote ondernemingen ook van hun schaalgrootte. Hierdoor kunnen ze onder andere makkelijker de kosten van schulden dragen. Tot slot bezitten grote ondernemingen vaak meer materiële vaste activa. Daardoor is het voor hen eenvoudiger om waarborgen en zekerheden te bieden aan krediet- en kapitaalverschaffers.

Uit het voorgaande kan worden afgeleid dat volgens de literatuur grote ondernemingen makkelijker toegang hebben tot financieringsbronnen dan kleine ondernemingen. Er kan nu de vraag worden gesteld of grote ondernemingen hierdoor ook meer zullen groeien. De literatuur kan hieromtrent geen eenduidig antwoord formuleren. Het ene onderzoek toont aan dat grote ondernemingen meer groeien dan kleine ondernemingen, terwijl het andere onderzoek aantoont dat kleine ondernemingen net meer groeien.

Over het gebruik van financieringsbronnen door kleine en grote ondernemingen kan er in het algemeen wel een meer eenduidige richting worden aangegeven. Zo kan uit de literatuur worden afgeleid dat kleine ondernemingen zich voornamelijk financieren door middel van interne financiering, vreemd vermogen op korte termijn en handelsschulden. Grote ondernemingen echter zullen zich meer financieren door middel van extern eigen vermogen, vreemd vermogen op lange termijn en financiële schulden. Hoewel in de literatuur niets terug te vinden is over financiering door middel van kapitaalsubsidies en schulden met betrekking tot belastingen, bezoldigingen en sociale lasten, worden ook deze onderzocht in deze studie.

Alvorens de eigenlijke analyse in beschouwing te nemen, dient er rekening te worden gehouden met enkele recente ontwikkelingen. Eerst en vooral is er de invoering van de talloze overheidsmaatregelen ter stimulering van de beschikbaarheid van financieringsbronnen voor kleine ondernemingen. Zowel op Europees, federaal als op Vlaams niveau zijn er maatregelen terug te vinden ter ondersteuning van de groei van kleine ondernemingen. Enkele voorbeelden hiervan zijn Starteo op federaal niveau en een win-win lening op Vlaams niveau. Daarnaast zijn er ook de ontwikkelingen in de economie van de laatste maanden, namelijk de financiële crisis. Door deze problematiek zullen banken het moeilijker hebben om kredieten te verstrekken, en zoals onderzoek uitwijst is er al een daling van het aantal kredieten aan kleine ondernemingen waarneembaar sinds het derde kwartaal van 2008. Tot slot is er ook de invoer van Bazel II sinds 2007. De banken moeten meer kapitaal reserveren afhankelijk van het risico van het krediet dat ze verlenen. Het wordt dus ook duurder voor de banken om krediet te verlenen aan risicovolle ondernemingen. Aangezien kleine ondernemingen meer risico met zich meedragen, kan dit leiden tot een moeilijker verkrijgen van krediet voor deze categorie. Aernoudt (2005) beweert echter dat kleine ondernemingen hier geen hinder van zullen ondervinden.

Na de nodige literatuurstudie kan worden overgegaan tot de eigenlijke analyse. De gegevens worden verzameld in BELFIRST. Voor het onderscheid tussen kleine en grote ondernemingen wordt het aantal werknemers gebruikt en het meten van de groei gebeurt aan de hand van de wijziging in totale activa. Voor de analyse wordt de Mann-Whitney U toets gebruikt.

Uit de analyse blijkt dat kleine ondernemingen minder groeien dan grote ondernemingen. Wanneer daarna wordt onderzocht hoe ondernemingen deze groei financieren, wordt vastgesteld dat grote onderneming vooral gebruik maken van interne financiering en extern eigen vermogen. Kleine ondernemingen daarentegen financieren hun groei meer door middel van schuldfinanciering waaronder vreemd vermogen op lange termijn, financiële schulden en handelsschulden. Dat grote ondernemingen voornamelijk gebruik maken van externe eigen vermogen is geen vreemde vaststelling. Dit sluit aan met dat wat in de literatuur wordt aangetoond en kan dus verklaard worden aan de hand van de eerder vermelde factoren zoals transparantie en risico. Dat ze meer gebruik maken van interne financiering is daarentegen niet in overeenstemming met de literatuur. Dit valt te verklaren doordat grote ondernemingen winstgevender zijn dan kleine ondernemingen. Kleine ondernemingen maken meer gebruik van handelsschulden. Dit bleek al uit eerdere empirische studies. Ook maken deze kleine ondernemingen meer gebruik van vreemd vermogen op lange termijn en van financiële schulden. Dit kan waarschijnlijk verklaard worden door de vele overheidsmaatregelen waarvan de Belgische ondernemingen tegenwoordig kunnen genieten.

Wanneer tot slot naar overeenstemmingen wordt gezocht tussen de Pecking Order Theory en de bekomen resultaten, kan er op enkele niveaus een overeenstemming worden vastgesteld. Zowel extern eigen vermogen en extern vreemd vermogen worden aangewend, zoals beschouwd in de Pecking Order Theory. Kleine ondernemingen worden meer geconfronteerd met informatie asymmetrie en financieren zich daardoor meer door middel van extern vreemd vermogen en minder door extern eigen vermogen. Grote ondernemingen daarentegen worden minder geconfronteerd met informatie asymmetrie en gaan daardoor wel meer gebruik maken van extern eigen vermogen.

Kortom kan er beschouwd worden dat er veel overeenstemmingen te vinden zijn met wat in de literatuur beschouwd. Door de vele overheidsmaatregelen die werden ingevoerd in België hebben kleine ondernemingen wel meer toegang tot schuldfinanciering. Als de overheid verder kleine ondernemingen wil stimuleren, zal ze ook de toegang tot extern eigen vermogen moeten faciliteren. De overheid heeft hier reeds een stap in de goede richting gezet door de invoering van de notionele intrestaftrek.

Inhoudsopgave

Woord vooraf
Samenvatting
Inhoudsopgave

Deel I: Probleemstelling en onderzoeksopzet	1
Hoofdstuk 1: Probleemstelling	1
1.1 Academisch probleem	1
1.2 Centrale onderzoeksvraag	2
1.3 Deelvragen	2
Hoofdstuk 2: Onderzoeksopzet	4
Deel II: Literatuurstudie	5
Hoofdstuk 1: Pecking Order Theory	5
Hoofdstuk 2: Definiëring van ondernemingen naar grootte	8
2.1 Zeer kleine ondernemingen	8
2.2 Kleine en middelgrote ondernemingen	8
2.3 Grote ondernemingen	12
Hoofdstuk 3: Financieringsbronnen	13
3.1 Eigen vermogen	14
3.1.1 Interne financiering	14
3.1.2 Extern eigen vermogen	14
3.1.3 Kapitaalsubsidies	16
3.2 Vreemd vermogen	17
3.2.1 Financiële schulden	17
3.2.2 Handelsschulden	19
3.3 Verschilpunten tussen eigen vermogen en vreemd vermogen	20
Hoofdstuk 4: Financiering en groei: kleine versus grote ondernemingen	21
4.1 Elementen die het verschil tussen kleine en grote ondernemingen op gebied van financiering verklaren	21
4.1.1 Asymmetrische informatie	21
4.1.2 Transparantie	23
4.1.3 Risico	24
4.1.4 Schaalvoordeel	24
4.1.5 Waarborgen of zekerheden	25
4.2 Verband tussen grootte en groei volgens literatuur	25

4.3	Financiering volgens de literatuur	26
Hoofdstuk 5: Invloed van externe factoren op financiering		28
5.1	De rol van de overheid	28
5.2	Evoluties in kredietverlening	29
5.3	Bazel II	31
Deel III: Empirisch onderzoek		33
Hoofdstuk 1: Hypothesen omtrent de deelvragen		33
1.1	Relatie tussen grootte en groei	33
1.2	Verschil in financiering van de groei naargelang grootte	33
Hoofdstuk 2: Methodologie		35
2.1	Dataverzameling	35
2.1.1	Alle ondernemingen	35
2.1.2	Groot versus klein	36
2.1.3	Sectoren	36
2.2	Maatstaven	37
2.3	Gebruikte analyse	39
Hoofdstuk 3: Empirische resultaten		42
3.1	Groei	42
3.2	Financieringsbronnen	43
3.2.1	Eigen vermogen	43
3.2.2	Externe financiering	47
3.2.3	Extern vreemd vermogen	48
Hoofdstuk 4: Conclusie		59
Deel IV: Algemene conclusie en aanbevelingen		65
Hoofdstuk 1: Algemene conclusie		65
Hoofdstuk 2: Aanbevelingen voor verder onderzoek		67
Lijst van geraadpleegde werken		
Lijst met tabellen		
Lijst met figuren		
Bijlagen		

Deel I: Probleemstelling en onderzoeksopzet

Zoals de titel reeds aangeeft, wordt in dit deel van de eindverhandeling enerzijds de probleemstelling aangehaald waarna het onderzoeksopzet wordt geformuleerd.

Hoofdstuk 1: Probleemstelling

Dit hoofdstuk vangt aan met een omschrijving en een situering van het academisch probleem. Daarna wordt de centrale onderzoeksvraag geformuleerd en in het kort het doel van deze eindverhandeling omschreven. Tot slot worden ook de afgeleide deelvragen uitgedrukt.

1.1 Academisch probleem

Ondernemingen creëren werkgelegenheid en ze zorgen onder andere voor de productie van goederen en diensten. Het is dus voor een land belangrijk dat er ondernemingen aanwezig zijn. Alleen al in Vlaanderen telt ons land 480.740 kleine bedrijven (ook wel KMO's genoemd). Daarnaast zijn er ook nog eens 2.886 grote ondernemingen (www.unizo.be). Zowel grote als kleine ondernemingen leveren hun bijdrage aan de Belgische economie. Uit cijfergegevens blijft dat vele van de grote ondernemingen wereldwijd meer dan duizend werknemers tewerkstellen. KMO's daarentegen, staan in voor 70% van het BBP van België (www.diplomatie.be). Het is dus belangrijk voor de Belgische economie dat beide categorieën blijven bestaan en groeien.

Als een onderneming wil blijven bestaan en groeien, is er nood aan financiële middelen. Eerst en vooral moet er het nodige kapitaal worden geplaatst bij de oprichting van de onderneming. Vervolgens heeft de onderneming geld nodig voor het dagelijkse beleid van de onderneming. Zo zullen er onder andere voorraden moeten worden aangekocht. Het kapitaal dat hiervoor wordt gebruikt, wordt ook wel werkkapitaal genoemd. Daarnaast is het ook noodzakelijk om regelmatig te investeren in onder andere nieuwe technologieën als de onderneming wil concurreren. Er zullen ook regelmatig oude apparaten het opgeven waardoor er nood is aan vervangingsinvesteringen. Kortom een onderneming kan niet overleven zonder de nodige financiële middelen.

Om aan de nodige financiële middelen te komen, zal de onderneming een afweging moeten maken tussen de voor- en nadelen van elke financieringsbron. Zo zal schuldfinanciering intrestkosten met zich meebrengen maar daar tegenover staat wel het belastingsvoordeel. Uitgifte van aandelen zal leiden tot dividenduitkering maar door het ontstaan van eigen vermogen kan de onderneming ook profiteren van de recent ingevoerde notionele intrestaftrek. Naast deze voor- en nadelen hebben ook niet alle bedrijven toegang tot alle

financieringsbronnen. Een onderneming zal soms de nodige zekerheden moeten bieden vooraleer ze een lening kan afsluiten. Daarnaast zal een onderneming transparant moeten zijn om zich op de beurs te begeven. Uit een onderzoek van Wagenvoort (2003, in Laveren, 2006), gevoerd in de Europese Unie, blijkt dat de beperkingen aangaande bankfinanciering afhankelijk zijn van de grootte van de onderneming. Hieruit kan worden afgeleid dat kleine en grote ondernemingen niet de toegang hebben tot dezelfde financieringsbronnen

Uit het voorgaande blijkt dat het voor de Belgische overheid veel kan betekenen als ze een duidelijk beeld hebben van de manier waarop kleine bedrijven hun groei financieren ten opzichte van de manier waarop grote bedrijven dit doen. Enerzijds is de vraag of er een verschil is in groei tussen kleine en grote ondernemingen en anderzijds of dit verschil ligt aan het feit dat niet alle financieringsbronnen voor alle bedrijven even goed toegankelijk zijn.

1.2 Centrale onderzoeksvraag

Het doel van deze eindverhandeling is een beter inzicht te krijgen in de groei van de onderneming en de manier waarop deze groei wordt gefinancierd. Hierbij wordt vooral de nadruk gelegd op het verschil tussen kleine en grote ondernemingen. Het resultaat van deze eindverhandeling is belangrijk vanuit macro-economisch standpunt. De overheid kan hierdoor kijken naar eventuele financieringsbeperkingen waarmee kleine bedrijven worden geconfronteerd en trachten hun groei te stimuleren door deze barrières te verminderen.

De centrale onderzoeksvraag is opgedeeld in twee delen en luidt als volgt:

Is er een relatie tussen groei van de onderneming en de gebruikte financieringsbronnen? En in hoeverre heeft bedrijfsgrootte hierop een invloed?

1.3 Deelvragen

Er worden nu enkele deelvragen geformuleerd die zullen helpen bij het vinden van een antwoord op de centrale onderzoeksvraag.

1. Welke elementen in de literatuur verklaren het verschil tussen kleine en grote ondernemingen op het gebied van financiering?
2. Is er een verschil in groei tussen kleine en grote ondernemingen?

3. Bestaat er een verschil in financiering van de groei naargelang de grootte van de onderneming als we kijken naar volgende financieringsbronnen?
- Eigen Vermogen
 - Interne financiering
 - Extern eigen vermogen
 - Kapitaalsubsidies
 - Vreemd vermogen (= extern vreemd vermogen)
 - Vreemd vermogen op lange termijn
 - Vreemd vermogen op korte termijn
 - Vreemd vermogen op lange termijn die op korte termijn vervallen
 - Financiële schulden
 - Financiële schulden op lange termijn
 - Financiële schulden op korte termijn
 - Handelsschulden
 - Schulden aan belastingen, bezoldigingen en sociale lasten

Hoofdstuk 2: Onderzoeksopzet

Deze eindverhandeling is opgedeeld in vier grote delen, namelijk eerst de probleemstelling en het onderzoeksopzet, vervolgens de literatuurstudie, dan het empirisch onderzoek en tot slot de algemene conclusie en de aanbevelingen voor verder onderzoek.

Het eerste deel bestaat uit twee hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt de probleemstelling uitgewerkt. Het academisch probleem wordt omschreven en gesitueerd. Dit wordt verder aangevuld met de centrale onderzoeksvraag en de afgeleide deelvragen. In het tweede hoofdstuk wordt het onderzoeksopzet behandeld.

Het tweede deel vormt de literatuurstudie. Hierbij wordt een onderverdeling gemaakt in vijf hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt één van de vele financieringstheorieën behandeld, namelijk de Pecking Order Theory. Hoofdstuk twee behandelt de definiëring van de ondernemingen naar grootte. Het daarop volgende hoofdstuk geeft een omschrijving van de verschillende financieringsbronnen die terug te vinden zijn op de balans. In het eerste deel van hoofdstuk vier worden de mogelijke factoren die het verschil tussen kleine en grote ondernemingen in verband met financiering verklaren besproken. In het tweede deel van hoofdstuk vier wordt de relatie tussen grootte en groei belicht. Tot slot wordt in dit hoofdstuk wat dieper ingegaan op de literatuur aangaande de aangewende financieringsbronnen en hun relatie tot bedrijfsgrootte. Het vijfde hoofdstuk belicht de externe factoren die mogelijk een invloed hebben op financiering. Eerst wordt de rol van de overheid besproken, daarna de evolutie van de kredietverlening en tot slot de invoer van het Bazel II-akkoord.

Deel drie behandelt het empirisch onderzoek en bestaat uit vier hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk worden de hypothesen geformuleerd aan de hand van de literatuur. Hoofdstuk twee omvat de methodologie. Hierin wordt dieper ingegaan op de criteria aangewend voor de dataverzameling. Daarnaast wordt er in dit hoofdstuk ook een opsomming gegeven van de gehanteerde maatstaven. Hierin wordt dus omschreven hoe onder andere de groei wordt gemeten. Tot slot geeft dit hoofdstuk weer welke analyses er zijn gebruikt om de gewenste resultaten te bekomen. Het hoofdstuk dat hierop volgt omvat de empirische resultaten die zijn voortgevloeid uit de analyses. Het vierde hoofdstuk bevat, om dit deel af te sluiten, de conclusies.

Ten slotte omvat het vierde deel enerzijds een algemene conclusie en anderzijds nog enkele aanbevelingen voor verder onderzoek.

Deel II: Literatuurstudie

In dit deel van de eindverhandeling wordt dieper ingegaan op de literatuur ter zake. Eerst wordt de Pecking Order Theory besproken, waarop deze eindverhandeling is gebaseerd. Vervolgens worden de verschillende definities voor de verschillende categorieën van ondernemingen weergegeven. In het hoofdstuk dat hierop volgt, worden de verschillende financieringsbronnen toegelicht. Hoofdstuk 4 geeft een antwoord vanuit de literatuur op de drie deelvragen. Het laatste hoofdstuk scheidt een beeld van de laatste ontwikkelingen in verband met het aanwenden van financieringsbronnen. Hierbij komt eerst de rol van de overheid naar voor gevolgd door de evolutie in kredietverlening en tot slot de invoering van Bazel II.

Hoofdstuk 1: Pecking Order Theory

Er bestaan vele theorieën, zoals de theorie Modigliani & Miller en de Pecking Order Theory, omtrent de determinanten van de kapitaalstructuur. Deze theorieën trachten het al dan niet bestaan van een optimale kapitaalstructuur te bepalen. De centrale theorie van deze eindverhandeling is de Pecking Order Theory. Er zal dan ook allereerst worden ingegaan op de grote lijnen van de Pecking Order Theory.

De Pecking Order Theory is ontwikkeld door Myers (1984). Myers beweert dat ondernemingen een bepaalde volgorde prefereren bij het aanwenden van financieringsbronnen, namelijk:

- 1. Firms prefer internal finance.*
- 2. They adapt their target dividend payout ratios to their investment opportunities, although dividends are sticky and target payout ratios are only gradually adjusted to shifts in the extent of valuable investment opportunities.*
- 3. Sticky dividend policies, plus unpredictable fluctuations in profitability and investment opportunities, mean that internally-generated cash flow may be more or less than investment outlays. If it is less, the firm first draws down its cash balance or marketable securities portfolio.*
- 4. If external finance is required, firms issue the safest security first. That is, they start with debt, then possibly hybrid securities such as convertible bonds, then perhaps equity as a last resort. In this story, there is no well-defined target debt-equity mix, because there are two kinds of equity, internal and external, one at the top of the pecking order and one at the bottom. Each firm's observed debt ratio reflects its cumulative requirements for external finance.*

Volgens de theorie die Myers (1984) heeft ontwikkeld, zullen ondernemingen die geconfronteerd worden met problemen van informatie asymmetrie eerst interne financieringsbronnen aanwenden. Maar doordat er geen goed teken aan de buitenwereld wordt gegeven wanneer men het dividend verlaagt en doordat de winstgevendheid van de onderneming heel onvoorspelbaar is, zal de onderneming niet altijd voldoende interne middelen ter beschikking hebben om alles te financieren. Als de onderneming dan toch externe bronnen moet gebruiken dan gebeurt dit eerst door het aangaan van gewone schulden, vervolgens door converteerbare schulden en in laatste instantie pas met aandelen.

De Pecking Order Theory is volledig gebaseerd op informatie asymmetrie. De financieringsbron die het minst wordt geconfronteerd met informatie asymmetrie zal de onderneming eerst aanwenden. De financieringsbron die er daarentegen het meest mee wordt geconfronteerd zal in uiterste nood worden aangewend (Laveren, Engelen, Limère & Vandemaele, 2004).

Volgens deze theorie bestaat, in tegenstelling tot de theorie van Miller & Modigliani, geen optimale kapitaalstructuur. De schuldgraad wordt gedreven door de nood aan externe middelen, niet door het willen bereiken van een optimale kapitaalstructuur. De schuldratio is dan ook afhankelijk van het niet-evenwicht van interne cashflows, het netto dividend en de investeringskansen (Shyman-Sunder & Myers, 1999).

De Pecking Order Theory kan ook in een formulevorm worden gegoten. De simpele formule stelt dat wanneer interne cashflows niet voldoende zijn voor investeringen en de dividendverplichtingen, er beroep wordt gedaan op schulden. De uitgifte van aandelen vormt geen bron van financiering. Voor de berekening van het tekort aan financiële middelen wordt volgende formule gebruikt:

$$DEF_t = DIV_t + X_t + \Delta W_t + R_t - C_t$$

DEF_t	= funds flow deficit
C_t	= operating cash flows, after interest and taxes
DIV_t	= dividend payments
X_t	= capital expenditures
ΔW_t	= net increase in working capital
R_t	= current portion of long-term debt at start of period

De Pecking Order hypothese ziet er uit als volgt:

$$\Delta D_{it} = a + b_{po} DEF_{it} + e_{it}$$

ΔD_{it} = amount of debt issued or retired

Er wordt verondersteld dat bij de Pecking Order Theory de parameter a gelijk is aan 0 en de parameter b_{po} gelijk is aan 1. Zoals eerder vermeld, worden aandelen niet gebruikt als financieringsmiddel. Dit is slechts een laatste toevlucht wanneer men in uiterste nood aan financiële middelen verkeert. (Shyman-Sunder & Myers, 1999)

Er zijn vele onderzoeken gevoerd naar de effectiviteit van de Pecking Order Theory. Deze onderzoeken spreken elkaar tegen. Zeker als er wordt gekeken bij welke ondernemingen, klein of groot, de Pecking Order Theory het beste de realiteit weergeeft. Het onderzoek van Frank en Goyal (2003) wijst uit, dat hoe groter de onderneming wordt, hoe meer de financiering van de onderneming overeenstemt met de Pecking Order Theory. Het is wel belangrijk er rekening mee te houden dat volgens dit onderzoek de evidentie voor Pecking Order bij grote ondernemingen de laatste jaren is afgenomen. Volgens het onderzoek van Fama en French (2005) daarentegen is de evidentie voor kleine ondernemingen sterker. Dit moet echter genuanceerd worden, aangezien bijna alle ondernemingen uit hun onderzoek aandelen uitgeven. Volgens de Pecking Order Theory is dit uitermate zeldzaam.

Fama en French (2005) halen ook enkele kritieken op de Pecking Order Theory aan. Eerst en vooral is de Pecking Order Theory gebaseerd op asymmetrisch informatie, maar volgens Fama en French (2005) kan dezelfde volgorde van financieringsbronnen worden aangehaald als er enkel naar de transactiekosten van elke financieringsbron wordt gekeken. Daarnaast gebruikt Myers (1984) in zijn theorie de assumptie dat er geen manier is om asymmetrische informatie te minimaliseren. Zoals bij de bespreking van asymmetrische informatie, verder in deze eindverhandeling, zal blijken, zijn er wel mogelijkheden tot minimalisatie.

Hoofdstuk 2: Definiëring van ondernemingen naar grootte

In de literatuur wordt meestal het onderscheid gemaakt tussen 'zeer kleine ondernemingen', 'kleine en middelgrote ondernemingen' en 'grote ondernemingen'. In wat nu volgt worden enkele definities en cijfergegevens voor de verschillende categorieën van ondernemingen weergegeven.

2.1 Zeer kleine ondernemingen

Deze categorie wordt in de Belgische wetgeving omschreven als natuurlijke personen die koopman zijn, vennootschappen onder firma en de gewone commanditaire vennootschappen, waarvan de omzet over het laatste boekjaar, exclusief BTW, een door de Koning bepaald bedrag niet overschrijdt. Volgens de laatste wijziging, in 2005, van het KB van 12 september 1983 mag de omzet het bedrag van 500.000 euro niet overschrijden. Ondernemingen die aan deze criteria voldoen, moeten een vereenvoudigde jaarrekening opstellen en zijn dus niet verplicht de techniek van dubbelboekhouden toe te passen. (Van Hulle & Lybaert, 2005)

Over deze categorie is weinig informatie beschikbaar. Deze ondernemingen zijn zo klein dat ze aan zelffinanciering doen en eventueel persoonlijke leningen aangaan bij de bank. Er zal verder in deze eindverhandeling niet worden op ingegaan.

2.2 Kleine en middelgrote ondernemingen

Er bestaat geen eenduidige definitie voor kleine en middelgrote ondernemingen, ook wel KMO's genoemd. Eén van de definities voor een kleine onderneming staat omschreven in het Wetboek van Vennootschappen. Er wordt geen definitie gegeven voor middelgrote ondernemingen. Volgens het Wetboek van Vennootschappen (1999), verstaat men onder kleine ondernemingen, ondernemingen met rechtspersoonlijkheid die in het laatste boekjaar niet meer dan één van de volgende criteria overschreden:

- jaargemiddelde personeelsbestand: 50 tewerkgestelde;
- jaaromzet exclusief belastingen over de toegevoegde waarde: 7.300.000 euro;
- balanstotaal: 3.650.000 euro.

De ondernemingen die aan deze voorwaarden voldoen, zijn verplicht de techniek van dubbelboekhouden toe te passen. Ze moeten een volledige jaarrekening opstellen, maar enkel volgens het verkort schema (Van Hulle & Lybaert, 2005). Doordat deze ondernemingen hun jaarrekening opstellen volgens het verkort schema, zijn zij onder andere niet verplicht hun

omzet naar buiten te brengen. Deze verminderde informatieplicht leidt tot informatie asymmetrie en een afname van transparantie.

Om aan te tonen dat er geen eenduidige definitie kan gegeven worden aan KMO's, kan het voorbeeld worden gegeven van wat volgens de Vlaamse regering wordt beschouwd als een KMO. (www.unizo.be) Ze delen KMO's op in enerzijds kleine en anderzijds grote ondernemingen. Kleine ondernemingen zijn deze ondernemingen die aan volgende voorwaarden voldoen:

- personeelsbestand < 50 tewerkgestelde;
- omzet < 5.000.000 of jaarbalans < 7.000.000;
- voldoen aan een vastgelegd zelfstandigheids criterium (niet meer dan 25% van de ondernemingen mag in handen zijn van een onderneming die niet aan de KMO-definitie voldoet).

Middelgrote ondernemingen zijn deze ondernemingen die aan volgende criteria voldoen:

- personeelsbestand < 250 tewerkgestelde;
- omzet < 40.000.000 of jaarbalans < 24.000.000;
- voldoen aan een vastgelegd zelfstandigheids criterium.

Op Europees niveau wordt nog een andere invulling gegeven aan KMO's. In een aanbeveling van de Europese Commissie (aanbeveling 2003/361/EG) worden KMO's opgesplitst in drie categorieën. Men stelt dat micro-ondernemingen deze ondernemingen zijn welke aan volgende criteria voldoen:

- personeelsbestand < 10 tewerkgestelde;
- omzet ≤ 2.000.000 euro of jaarbalans ≤ 2.000.000 euro.

Deze categorie zou eventueel kunnen worden gelijkgesteld aan zeer kleine ondernemingen maar zoals eerder vermeld gebruikt men in het Wetboek van Vennootschappen het criteria van een omzet kleiner dan 500.000 euro. Dit is een groot verschil met de hier vermelde 2.000.000 euro.

Kleine ondernemingen moeten aan de volgende voorwaarden voldoen:

- personeelsbestand < 50 tewerkgestelde;
- omzet ≤ 10.000.000 euro of jaarbalans ≤ 10.000.000 euro.

Tot slot wordt er op Europees niveau gesproken over middelgrote ondernemingen wanneer aan volgende voorwaarden is voldaan:

- personeelsbestand < 250 tewerkgestelde;
- omzet ≤ 50.000.000 of jaarbalans ≤ 43.000.000.

Met het voorgaande is dus bewezen dat er geen eenduidige definitie bestaat. Verder kan ook worden vastgesteld dat er een enorm verschil is tussen de definities op Federaal, Vlaams en Europees niveau. In de literatuur die verder wordt aangehaald, zal er dus niet steeds hetzelfde worden bedoeld wanneer er wordt gesproken over KMO's of grote ondernemingen.

Nu al duidelijk is dat het moeilijk is om de verschillende categorieën van ondernemingen te duiden, kan er iets meer over het belang van KMO's voor de Belgische economie worden opgenomen. Eerst en vooral wordt ingegaan op het aantal KMO's ten opzichte van het aantal grote ondernemingen in België. Onderzoek van UNIZO (2007) wees uit dat 99% van de ondernemingen in België KMO's zijn. De overige 1% van ondernemingen zijn dus grote ondernemingen. Wel dient opgemerkt te worden dat KMO's worden beschouwd als ondernemingen met nul tot 49 tewerkgestelde. Dus ook zeer kleine ondernemingen worden hierin opgenomen. In de onderstaande tabel is het aantal ondernemingen verder opgesplitst per provincie.

Tabel 1: Aantal KMO's volgens regio en aantal werknemers, 1 januari 2007

Regio / aantal werknemers	0	1-4	5-9	10-19	20-49	50-99	100-199	200-499	500-999	+ 999	Totaal
Vlaanderen	360.141	88.877	16.836	8.935	5.951	1.572	721	418	118	57	483.626
Antwerpen	96.729	24.531	5.073	2.726	1.865	477	233	133	36	28	131.831
Vlaams Brabant	58.675	12.441	2.272	1.259	885	246	123	69	32	14	76.016
O.-VI.	83.586	19.316	3.605	1.877	1.208	302	128	80	26	5	110.133
W.-VI.	76.914	20.726	3.827	1.930	1.201	335	149	76	15	8	105.181
Limburg	44.237	11.863	2.059	1.143	792	212	88	60	9	2	60.465
Brussel	69.826	16.235	2.883	1.635	1.211	345	201	141	46	58	92.581
Brussel	69.826	16.235	2.883	1.635	1.211	345	201	141	46	58	92.581
Wallonië	170.575	41.168	7.327	3.661	2.366	533	239	124	47	19	226.059
Henegouwen	54.705	13.540	2.393	1.230	889	186	93	46	19	10	73.111
Luik	49.487	13.151	2.447	1.230	754	215	70	35	14	7	67.410
Luxemburg	15.367	3.433	530	261	155	26	17	8	5	1	19.803
Namen	25.252	5.553	957	443	250	48	20	12	5	0	32.540
Waals Brabant	25.764	5.491	1.000	497	318	58	39	23	4	1	33.195
Andere	636	14	1	2	1	0	0	0	0	0	654
Totaal	601.178	146.294	27.047	14.233	9.529	2.450	1.161	683	211	134	802.920

Bron: UNIZO-CofaceEuroDB (2007)

In tabel 1 ziet men duidelijk dat ondernemingen met minder dan 50 tewerkgestelde in de meerderheid zijn. In elke provincie valt er hetzelfde patroon waar te nemen.

KMO's spelen duidelijk een belangrijke rol voor de Belgische economie. Enkele onderzoeken kunnen dit nog verder bevestigen. Zo toont hetzelfde UNIZO-onderzoek (2007) aan dat de werkgelegenheid jaar na jaar stijgt binnen KMO's. KMO's spelen dus een essentiële rol bij de creatie van jobs zoals in tabel 2 kan worden vastgesteld. In 2006 is er wel een procentuele daling waar te nemen in de eerste drie categorieën, terwijl er in de laatste categorie nog steeds een procentuele stijging van het aantal extra gecreëerde jobs plaatsvindt.

Tabel 2: Ontwikkeling aantal arbeidsplaatsen binnen KMO's

Vershil	- 5 wn.		5 - 9 wn.		10 - 19 wn.		20 - 49 wn.	
2001 tov 2000	+666	+0,26%	+1.438	+0,74%	+3.334	+1,49%	+6.782	+1,97%
2002 tov 2001	+ 1.268	+0,50%	+3.797	+1,95%	+1.613	+0,71%	+372	+0,11%
2004 tov 2003	+1.582	+0,62%	+3.724	+1,89%	+5.126	+2,26%	+3.756	+1,08%
2005 tov 2004	+1.999	+0,78%	+5.413	+2,69%	+4.024	+1,74%	+4.822	+1,37%
2006 tov 2005	+1.642	+0,63%	+1.302	+0,63%	+901	+0,38%	+5.458	+1,53%

Bron: UNIZO (2007)

Daarnaast wordt in een ander onderzoek van UNIZO (2006) aangetoond dat KMO's de motor van de economie zijn. Heel wat belangrijke nieuwe producten en diensten ontstaan doordat een creatieve ondernemer een idee uitwerkt en een bedrijfje opstart. De KMO staat erg dicht bij zijn klanten en past daardoor zijn producten of diensten en processen bijna continu en onopvallend aan de veranderende noden van deze markt aan.

Kortom, KMO's hebben een grote invloed op de economie van een land. Zoals eerder vermeld in de inleiding wordt 70% van het BBP van België gevormd door KMO's. Het is dus zeker de moeite waard om de aandacht te vestigen op deze categorie en na te gaan wat hun groeiprofiel is en hoe deze groei wordt gefinancierd.

De KMO's hebben echter de mogelijkheid om een nog grotere rol te spelen in de Belgische economie. Uit een onderzoek van het Flanders DC Kenniscentrum (2008) blijkt dat drie op vier KMO's onder de kerktoeren blijven. Een van de redenen die wordt aangehaald is het tekort aan zekerheden en financiële middelen. Toch is het belangrijk dat deze ondernemingen zich gaan richten op de internationale markt. Globaal gezien groeien internationale bedrijven sneller, ze stellen meer mensen tewerk en hun overlevingskansen zijn groter.

2.3 Grote ondernemingen

In België worden grote ondernemingen beschouwd als ondernemingen die twee of drie voorwaarden van kleine ondernemingen overschrijden of die meer dan 100 personen tewerkstellen. Ze zijn verplicht een volledige jaarrekening op te stellen en dit volgens het volledige schema (Jorissen, Lybaert, Reyns & Vanneste, 2004).

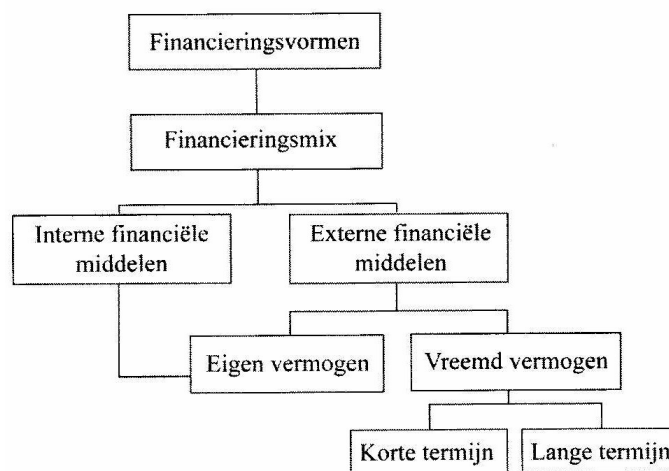
De Vlaamse regering verstaat onder grote ondernemingen, deze ondernemingen die één van de criteria van een middelgrote onderneming overschrijden. Volgens de aanbeveling van de Europese Commissie (aanbeveling 2003/361/EG), zijn grote ondernemingen bedrijven die minstens één van de criteria voor middelgrote ondernemingen overschrijdt en dit gedurende twee opeenvolgende boekjaren. Alweer kan hieruit worden afgeleid dat er geen eenduidige definitie bestaat omtrent de onderverdeling van ondernemingen volgens grootte.

Volgens het onderzoek van UNIZO (2007) is er maar 1% van de Belgische ondernemingen een grote onderneming. Omdat deze ondernemingen niet zo talrijk zijn, zullen zij in het algemeen ook minder jobs creëren. De jobs die zij creëren, zijn wel duurzamer dan de jobs die worden gecreëerd door KMO's. (www.diplomatie.be)

Grote ondernemingen leveren een groot voordeel aan de Belgische economie door te exporteren. Door export groeien de ondernemingen sneller en stijgt de tewerkstelling. Dit zorgt op zijn beurt voor een stijging van het BBP van België. Volgens het Flanders DC Kenniscentrum (2008) is 1% van de Belgische (vooral grote) ondernemingen verantwoordelijk voor de helft van de export. Dit bewijst dat ook deze categorie niet uit het oog mag worden verloren.

Hoofdstuk 3: Financieringsbronnen

Er kunnen twee categorieën van financieringsbronnen worden onderscheiden, namelijk interne en externe financiering. Daarnaast kan externe financiering nog opgedeeld worden in drie categorieën, namelijk eigen vermogen, vreemd vermogen op lange termijn en vreemd vermogen op korte termijn. Vreemd vermogen op lange termijn en vreemd vermogen op korte termijn zijn dus beide externe financieringsbronnen. Terwijl eigen vermogen deels een interne en deels een externe bron van financiering vormt.



Figuur 1: De basisstructuur van de traditionele financieringsmix
Bron: Laveren et al. (2004)

De financieringsbronnen van de onderneming worden weergegeven op de passiefzijde van de balans. In de balans wordt geen onderscheid gemaakt tussen interne en externe financiering maar wel tussen eigen en vreemd vermogen. In bijlage is er een weergave van de passiefzijde van de balans weergegeven. Aangezien er een verschil is in weergave op de balans naargelang men het volledig of het verkort schema moet volgen, worden beide weergegeven in de bijlagen. (zie bijlagen 1 & 2)

De indeling van de verschillende financieringsbronnen is gebaseerd op het schema van de balans, aangezien de analyses hier ook op worden gebaseerd.

3.1 Eigen vermogen

Eigen vermogen is het vermogen dat continu als vermogensbron aanwezig is. Het kan niet door de aandeelhouders teruggevorderd worden, tenzij bij vereffening van de onderneming. (Jorissen et al., 2004). Er wordt een onderscheid gemaakt tussen interne financiering, extern eigen vermogen en kapitaalsubsidies.

3.1.1 Interne financiering

Dit wordt ook wel autofinanciering genoemd. Het zijn de financiële middelen die door de onderneming zelf worden gegenereerd. De interne financiering ontstaat volgens Laveren et. al. (2004) enerzijds door winstreservering en anderzijds door de niet-kaskosten (afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen).

Winstreserveringen worden ook wel ingehouden winsten genoemd. Dit is het deel van de winst dat niet wordt uitgekeerd in de vorm van dividenden. Wanneer een onderneming winst maakt, heeft het meerdere manieren om dit te laten doorvloeien naar de aandeelhouders. De eerste manier is rechtstreeks. De aandeelhouder ontvangt cashdividenden. Een tweede mogelijkheid is de volledige winst inhouden. De waarde van de onderneming stijgt waardoor de aandeelhouders hier ook hun voordeel uit halen. Een combinatie van beide methodes is ook mogelijk. Een deel van de winst wordt ingehouden en een deel wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders. Nog een derde mogelijkheid is het uitgeven van aandelendividenden aan de aandeelhouders. In plaats van de aandeelhouders een dividend uit te keren, wordt een extra aandeel uitgekeerd. Zo blijft de winst toch binnen de onderneming en hebben de aandeelhouders hun voordeel in handen (Laveren et al., 2004).

Winstreservering ontstaat niet enkel door winsten van het huidige boekjaar. Het kan ook afkomstig zijn van vorige jaren waarin de winst geen vaste bestemming kreeg. Er bestaat ook de mogelijkheid dat de winst een vaste bestemming kreeg onder de noemer 'reserves' in de vorige jaren. Deze reserves kunnen ook worden ingebracht als het kapitaal.

3.1.2 Extern eigen vermogen

Externe financiering met eigen vermogen gebeurt door middel van plaatsing van kapitaal bij de opstart van de onderneming of door middel van een kapitaalverhoging. Het is hier wel belangrijk een onderscheid te maken tussen kapitaalverhoging door omzetting van reserves of kapitaalverhoging door inbreng van vers geld. Wanneer kapitaalverhoging door omzetting van reserves gebeurt, spreken we van interne financiering (Laveren et al., 2004). Kapitaalverhoging door omzetting van reserves vormt geen nieuwe financieringsbron. Reserves

zijn al een financieringsbron. De omzetting zorgt enkel voor een verschuiving van reserves naar kapitaal.

Bij het opstarten van een onderneming moet er voldoende kapitaal aanwezig zijn in de onderneming. De exacte hoeveelheid wordt bepaald door de wet en is afhankelijk van het soort rechtsvorm dat de onderneming heeft. In het Wetboek van Vennootschappen (1999) staan de minimale kapitaalvereisten weergegeven. Enkele voorbeelden:

De Besloten Vennootschap met Beperkte aansprakelijkheid – BVBA:

18.550 Euro (art. 214 Wet v Venn.)

De Naamloze Vennootschap - NV:

61.500 Euro (art. 439 Wet v Venn.)

Een kapitaalverhoging wordt beslist door de Algemene Vergadering. Meestal vindt een kapitaalverhoging plaats door uitgifte van aandelen tegen vers geld. De uitgifte van deze aandelen kan zowel openbaar als onderhands plaatsvinden. Een openbare uitgifte gebeurt via de primaire kapitaalmarkt en onder het toezicht van de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA). Een onderhandse uitgifte daarentegen wordt in besloten kring geplaatst, bij bestaande of nieuwe aandeelhouders. Wanneer een onderneming voor het eerst beroep doet op een openbare uitgifte, noemt men dit een beursintroductie of *initial public offering* (IPO). Als men in een later stadium nog eens een beroep doet op beurs spreekt men van *seasoned offering*. (Laveren et al., 2004)

3.1.1.1 Openbare uitgiften van effecten

Deze effecten worden, zoals eerder vermeld, op de publieke markt geplaatst. Iedereen heeft het recht om op deze effecten in te tekenen (Berger & Udell, 1998). Openbare uitgiften verlopen meestal via een financiële tussenpersoon. In België is deze tussenpersoon meestal een bank, maar de laatste jaren zien we ook dat dit vaak gebeurt door gespecialiseerde instellingen. De belangrijkste functie van de bank bestaat erin de effecten te kopen van de emitterende onderneming om deze vervolgens te verkopen aan de beleggers op de kapitaalmarkt. Dit kost de onderneming uiteraard geld. De vergoeding voor de bank is het verschil tussen de aan- en verkoopprijs, ook wel 'spread' genoemd. De onderneming is bereid deze kost te betalen aangezien de bank veel meer ervaring, kennis en contacten heeft in verband met deze materie (Ooghe, Deloof & Manigart, 2002).

Wanneer een onderneming aandelen plaatst op de publieke markt, kan dit ook een invloed hebben op de beschikbaarheid van schuldfinanciering. Een onderneming die aandelen op de beurs uitgeeft is verplicht bepaalde informatie naar buiten te brengen. Doordat deze gegevens openbaar worden gemaakt, creëert de onderneming concurrentie onder haar

kredietverschaffers. De onderneming kan hierdoor gunstigere voorwaarden verkrijgen bij de bank (Pagano, Panetta & Zingales, 1998).

3.1.1.2 Private uitgiften van effecten

Dit wordt ook directe of onderhandse uitgifte genoemd. Bij onderhandse uitgifte worden enkel emissies geruild tegen geld aan de eigenaars, familie, vrienden, business angels en venture capitalists (Berger & Udell, 1998). De emissies kunnen ook worden verkocht aan een of meerdere institutionele beleggers. Er zijn verschillende categorieën van institutionele beleggers, namelijk holdings, investeringsmaatschappijen, gemeenschappelijke beleggingsfondsen en spaarbanken, verzekeringsmaatschappijen en pensioensfondsen. Bij directe uitgifte wordt rechtstreeks met de potentiële beleggers onderhandeld. Het kan hier gaan om aandelen, maar meestal betreft het obligaties (Ooghe et al., 2002).

Enkele voordelen van private uitgifte:

- Snelheid en flexibiliteit, slechts een beperkt aantal beleggers en geen goedkeuring van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen;
- De lening moet niet noodzakelijk in één keer worden opgenomen;
- Ze bieden kleine en middelgrote ondernemingen de mogelijkheid om obligaties uit te geven. Vanwege de hoge uitgiftekosten komen deze ondernemingen niet in aanmerking voor een openbare uitgifte (Ooghe et al., 2002).

3.1.1.3 Kosten van private versus publieke uitgifte van effecten

Wanneer er wordt vergeleken op basis van uitgiftekosten, is de private uitgifte goedkoper dan de publieke uitgifte. Dit komt doordat bij private uitgifte geen plaatsingsprovisies worden aangerekend, aangezien er geen tussenpersoon is. De institutionele beleggers eisen ook vaak extra voordelen zoals converteerbaarheid van obligaties. Deze extra voordelen vormen een extra kost voor de onderneming. De onderneming zal dus een afweging moeten maken tussen deze extra kosten en de andere voordelen die private uitgifte opleveren (Ooghe et al., 2002).

3.1.2 Kapitaalsubsidies

Kapitaalsubsidies vormen een aparte categorie van financiële middelen. Ze behoren eigenlijk tot het eigen vermogen en meer specifiek tot het extern eigen vermogen. Onder kapitaalsubsidies wordt de financiële steun van de overheid opgenomen waarvan slechts de subsidies die werden ontvangen in het kader van investeringen in vaste activa die de onderneming heeft gefinancierd met eigen middelen. Kapitaalsubsidies hebben een heel apart

karakter doordat ze worden opgenomen in de resultatenrekening gelijktijdig met de afschrijving van het vaste actief (Jorissen et al., 2004).

3.2 Vreemd vermogen

Vreemd vermogen, ook wel extern vreemd vermogen genoemd, zijn financiële middelen die worden verkregen door derden. De onderneming zal deze financiële middelen binnen een bepaalde termijn moeten terugbetalen, meestal tegen intrestkosten. Onder vreemd vermogen op lange termijn verstaat men schulden die niet binnen het jaar moeten worden terugbetaald. Vreemd vermogen op korte termijn daarentegen zijn schulden die binnen het jaar moeten worden terugbetaald. Er is ook nog een derde categorie binnen vreemd vermogen namelijk de schulden op meer dan een jaar die binnen het jaar vervallen. Dit zijn schulden waarbij de restlooptijd primeert boven de aard van de schulden. In deze categorie wordt er dus geen onderscheid gemaakt tussen financiële schulden en handelsschulden (Jorissen et al., 2004).

De belangrijkste financieringsbronnen die behoren tot het vreemd vermogen zijn financiële schulden, handelsschulden en de schulden met betrekking tot belastingen, bezoldiging en sociale lasten. Deze laatste categorie is schulden die op een bepaald tijdstip moeten worden betaald. Bij deze vorm van financiering horen geen expliciete kosten die op de resultatenrekening worden vermeld (Ooghe et al., 2002).

3.2.1 Financiële schulden

3.2.1.1 Lange termijn

Financiële schulden kunnen worden aangegaan bij verschillende instellingen. Zo kan men een termijnkrediet aangaan bij een financiële instelling. Dit is een krediet met een looptijd van meer dan één jaar en een terugbetalingschema met periodieke vervaldagen. Termijnkredieten zijn over het algemeen duurder dan korte termijn leningen, omdat de onderneming het krediet langer ter beschikking heeft. De intrestlast die de onderneming betaald kan zowel vast als variabel zijn (Ooghe et al., 2002).

Financiële schulden op lange termijn kunnen ook worden aangegaan bij verzekeringsmaatschappijen en hypotheekmaatschappijen. Deze institutionele beleggers verstrekken vooral hypothecaire termijnkredieten tot maximum 50 à 70% van de gedwongen verkoopwaarde van het actief waarop de hypotheek betrekking heeft. De intrestkosten die men bij deze maatschappijen betaalt, zijn over het algemeen hoger dan bij banken. Dit valt enerzijds te verklaren doordat zij een langere lening toestaan en anderzijds doordat zij niet kunnen profiteren van andere diensten die ze aan klanten aanbieden. Dit voordeel hebben de banken wel (Ooghe et al., 2002).

Een onderneming kan ook financiële middelen verkrijgen ter financiering van een materieel vast actief. Dit wordt dan uitrustingsfinanciering genoemd. Het betreffend actief wordt dan als waarborg gesteld. De aflossingsduur wordt bepaald door de economische levensduur van het actief. Deze uitrustingsfinanciering kan men bekomen bij banken, financieringsmaatschappijen en verkopers van dergelijke uitrustingen (Ooghe et al., 2002).

Voor ondernemingen die vrezen voor transparantie, bestaat er een speciale soort lening namelijk *Relationship Lending*. De bank heeft een goede relatie met de onderneming en volgt de onderneming op. De bank verzamelt *soft information*, maar deze informatie wordt niet gedeeld met de buitenwereld (Berger & Udell, 2006).

Volgens het volledige schema van de balans kunnen we financiële schulden opdelen in vijf categorieën, namelijk 'achtergestelde leningen', 'niet-achtergestelde leningen', 'leasingschulden en soortgelijke schulden', 'kredietinstellingen' en 'overige leningen'. Volgens het verkort schema is er enkel een opdeling volgens 'kredietinstellingen, leasingschulden en soortgelijke schulden' en 'overige schulden' (Jorissen et al., 2004).

3.2.1.2 Korte termijn

Eerder werd al vermeld dat korte termijnfinanciering goedkoper is dan lange termijnfinanciering. Hoe langer de termijn van het krediet, hoe hoger het risico dat de onderneming niet kan voldoen aan de vaste intrest- en aflossingsverplichtingen van de schuldfinanciering. Dit heeft als gevolg dat de intrestkosten hoger zijn op lange termijn (Ooghe et al., 2002).

Deze vorm van financiering wordt meestal aangewend om korte termijnbehoeften zoals handelsvorderingen en voorraden te financieren. Dit krediet wordt zelfliquiderend genoemd, aangezien het actief dat hierdoor gefinancierd wordt zelf voldoende kasmiddelen voortbrengt om het krediet binnen het jaar terug te betalen. Dit krediet kan onder verschillende vormen worden aangegaan bij een kredietinstelling. Enkele voorbeelden zijn kaskrediet, mobiel krediet en vaste voorschotten. Hiervoor moet meestal geen waarborg worden verleend, waardoor deze kredietvorm minder makkelijk wordt toegestaan. Sommige vormen van dit krediet zoals kaskrediet zijn wel duur. Vaste voorschotten daarentegen zijn goedkoper (Ooghe et al., 2002).

Er bestaat ook de mogelijkheid om korte termijn financieel krediet te verkrijgen door middel van het verlenen van een waarborg. Deze kredietvorm is speciaal ontwikkeld voor enerzijds nieuwe ondernemingen die het verleden niet kunnen gebruiken als waarborg voor de toekomst, anderzijds kunnen zwakkere ondernemingen met een hoog financieel risico hier

gebruik van maken. Gewaarborgde financiering brengt extra administratiekosten met zich mee, waardoor dit wel een dure vorm van financiering is (Ooghe et al., 2002).

In de balans wordt er zowel in het verkort schema als in het volledig schema, een onderscheid gemaakt tussen 'kredietinstellingen' en 'overige leningen'. In bijlagen 1 en 2 is hiervan een weergave terug te vinden.

3.2.2 Handelsschulden

Een handelsschuld wordt ook wel leverancierskrediet genoemd. Leverancierskrediet is een veel voorkomende vorm van korte termijnfinanciering die ontstaat doordat de koper niet onmiddellijk moet betalen bij de levering van de goederen of diensten en van de leverancier betalingsuitstel en dus krediet krijgt. Er bestaan verschillende vormen van leverancierskrediet. Eén van de meest voorkomende is open krediet. Er is hierbij geen formele schuldbekentenis aanwezig. Een andere vorm is promessen. Hierbij verwacht de verkoper wel een formele erkenning van de schuld. Ten slotte bestaat er ook de mogelijkheid om de schuld te erkennen door middel van een geaccepteerde wisselbrief (Ooghe et al., 2002).

Een handelsschuld is een spontane financieringsbron. Hierbij wordt er geen expliciet contract opgesteld. Het is dan ook een eenvoudige manier van financieren voor KMO's. Leverancierskrediet is een financieringsbron die bepaald wordt door het activiteitsniveau van de onderneming. Als de verkoop toeneemt, neemt het leverancierskrediet toe. Als de verkoop afneemt, dan neemt ook het leverancierskrediet af (Ooghe et al., 2002).

Vele ondernemingen beschouwen leverancierskrediet als een goedkope vorm van financiering, maar dit is niet altijd juist. Vele leveranciers bieden een korting aan wanneer de onderneming zijn openstaande schuld contant betaalt. Wanneer de onderneming besluit niet contant te betalen, maar te wachten met betalen tot op de vervaldag, verliezen ze de korting die hen werd aangeboden. Het is een opportuniteit die de onderneming mist door te wachten met betalen (Berger en Udell, 1998).

Hoewel handelsschulden meestal worden omschreven als een korte termijnfinanciering, bestaat ook de mogelijkheid dat het een lange termijnfinanciering is. In de balans wordt dit dan ook op twee afzonderlijke posten geboekt. Er wordt ook nog een onderscheid gemaakt tussen 'leveranciers' en 'te betalen wissels' in de balans. In bijlagen 1 en 2 is de correcte weergave, naargelang men het volledige of het verkorte schema volgt, terug te vinden (Jorissen et al., 2004).

3.3 Verschilpunten tussen eigen vermogen en vreemd vermogen

De keuze van financieringsvorm is voor een onderneming erg belangrijk. Schuldfinanciering leidt tot intrest- en terugbetalingsverplichtingen. Eigen vermogen financiering daarentegen brengt een dividendverwachting van de aandeelhouders met zich mee. Eigen vermogen wordt in principe niet afgelost. Vanuit financieel standpunt zijn de belangrijkste verschillen tussen schuld en eigen vermogen de volgende:

- Schuldeisers hebben meestal geen inspraak en controle in de onderneming. Aandeelhouders daarentegen hebben stemrecht.
- Intrestbetalingen zijn fiscaal aanvaarde kosten en zorgen voor een belastingvoordeel. Dividenden en winstreserveringen gebeuren uit de winst na belastingen. Hier moet wel rekening worden gehouden met de recente invoering van de notionele intrestaftrek op het eigen vermogen.
- Schulden brengen een betalingsverplichting met zich mee. Dit kan leiden tot financiële moeilijkheden. Eigen vermogen brengt daarentegen geen betalingsverplichting met zich mee (Ooghe et al., 2002).

Hoofdstuk 4: Financiering en groei: kleine versus grote ondernemingen

In dit hoofdstuk worden achtereenvolgens de deelvragen aan de hand van de literatuur beantwoord. Aangezien de eerste deelvraag enkel wordt beantwoord aan de hand van de literatuur, vormt dit ook al onmiddellijk het definitieve antwoord. Er worden nu dus eerst de elementen besproken die het verschil tussen kleine en grote ondernemingen op gebied van financiering verklaren. Daarna wordt de relatie tussen grootte en groei belicht en tot slot worden de verschillen in financiering tussen kleine en grote ondernemingen aangehaald.

4.1 Elementen die het verschil tussen kleine en grote ondernemingen op gebied van financiering verklaren

Om te achterhalen welke elementen het verschil tussen kleine en grote ondernemingen op gebied van financiering verklaren, baseert deze eindverhandeling zich enerzijds op de Pecking Order Theory en anderzijds op de *Financial Constraints*. In hun artikel gebruiken Lamont, Polk en Saá-Requejo (2001) volgende definitie voor de term Financial Constraints:

"By 'Financial Constraints,' we mean frictions that prevent the firm from funding all desired investments. This inability to fund investment might be due to credit constraints or inability to borrow, inability to issue equity, dependence on bank loans or illiquidity of assets. We do not use 'financial constraints' to mean financial distress, economic distress, or bankruptcy risk although these things are undoubtedly correlated with financial constraints."

Er zal blijken dat al deze elementen onderling ook op elkaar inwerken en dat er nog vele andere elementen zijn die op hun beurt inspelen op de elementen die hier worden besproken.

4.1.1 Asymmetrische informatie

De Pecking Order Theory werd ontwikkeld vanuit de problematiek van asymmetrische informatie. Myers en Majluf (1984) beweren dat investeerders de werkelijke waarden van de activa of de investeringsmogelijkheden van een bedrijf niet kennen. De manager daarentegen wel, maar deze zal niet altijd de nodige informatie doorgeven aan de aandeelhouders. De manager kan namelijk om twee verschillende redenen aandelen uitgeven. Een mogelijke reden is voor het financieren van een investering. Een andere mogelijke reden kan zijn dat het activa van de onderneming op dit moment wordt overgewaardeerd en dat ze dit als een goede gelegenheid zien om extra geld binnen te halen. Deze laatste optie speelt in het nadeel van de investeerders, maar in het voordeel van de manager (Baugnet & Wuyts, 2006).

Naast het probleem van overwaardering voor de nieuwe aandeelhouders, is er ook het risico van onderwaardering voor oude aandeelhouders. Doordat niet alle informatie is vrijgegeven, bestaat ook de kans dat op de markt het aandeel wordt ondergewaardeerd. Onderwaardering kan er toe leiden dat de oude aandeelhouders geen voordeel halen uit een nieuw project, waardoor het project zal worden verworpen. De onderneming zal dan financieringsbronnen moeten raadplegen die niet worden ondergewaardeerd. (Laveren et al., 2004)

Door het probleem van asymmetrische informatie kan er ook twijfel ontstaan over de investering waarvoor de onderneming een financieringsbron zoekt. De verschaffer van het kapitaal kan zich de vraag stellen of de onderneming wel een goede investering voor ogen heeft, zoals hij beweert. Dit wordt ook wel *adverse selection problem* genoemd. Daarnaast kan de kapitaalverschaffer zich ook afvragen of de onderneming het kapitaal wel gaat gebruiken voor hetgeen hij nu belooft. Dit probleem wordt het *moral hazard problem* genoemd (Berger & Udell, 2002).

Doordat de aandeelhouders niet alle informatie bezitten, dragen zij een extra risico. Ze kunnen hun portefeuille niet optimaliseren, omdat ze een slechte of goede situatie van de onderneming niet kunnen inschatten. Voor het risico dat ze hierdoor lopen, eisen de aandeelhouders een compensatie. Ondernemingen die niet alle informatie naar buiten brengen, zullen dus een hogere return aan hun aandeelhouders moeten verzekeren ter compensatie van het risico (Easley & O'Hara, 2004).

De eigenaars of managers van de onderneming zullen niet bereid zijn om alle informatie naar buiten te brengen. Ze kunnen op die manier enerzijds hun voordeel halen door overgewaardeerde aandelen uit te geven en anderzijds hebben ze de vrijheid om te handelen in eigen belang (Watson & Wilson, 2002).

Het voorgaande handelde vooral over informatie asymmetrie bij de uitgifte van aandelen, maar het probleem kan zich ook voordoen bij schuldfinanciering. Bij schuldfinanciering zal dit probleem wel in mindere mate meespelen dan bij het eigen vermogen (Fazzari, Hubbard, Petersen, Blinder & Poterba, 1988).

De verschaffers van kapitaal of krediet kunnen op zoek gaan naar een oplossing om asymmetrische informatie te verminderen of te omzeilen. Ze kunnen de investeringsmogelijkheden van een onderneming onderzoeken, maar dit kost enorm veel geld en vaak is het zelfs onmogelijk om dit grondig te doen. Wanneer toch wordt overgegaan tot een onderzoek, willen de krediet- en kapitaalverschaffers deze extra kosten ook weerspiegeld zien in de return. De onderneming zal dus ook hiervoor een hogere return moeten verzekeren

aan de krediet- en kapitaalverschaffers. De kosten voor nieuwe schulden en aandelenkapitaal verschillen hierdoor zichtbaar van de opportuniteitskosten van het gebruiken van interne gegenereerde middelen (Fazzari et al, 1988). Deze kosten zijn door het schaalvoordeel makkelijker te dragen door grote ondernemingen dan door kleine ondernemingen.

Asymmetrische informatie is, naast onderzoek van de investeringsmogelijkheden, een financieringsobstakel dat volgens Berger en Udell (1998) beperkt kan worden. Dit kan door middel van het aanvaarden van specifieke leningsvoorwaarden of door het toekennen van waarborgen. Zoals later zal worden besproken is het voor kleine ondernemingen echter vaak een probleem om waarborgen te verstrekken. Daarnaast kan de relatie met de bankier ook een afname van de asymmetrische informatie teweegbrengen. Kleine ondernemingen hebben de neiging om steeds bij dezelfde bankier geld te lenen. Hierdoor creëren ze een vertrouwensrelatie met de bank en verzamelt de bankier doorheen de jaren gegevens over de kredietwaardigheid van de onderneming. (Strahan & Weston, 1998)

4.1.2 Transparantie

Ondernemingen die in België op de beurs zijn genoteerd moeten bepaalde bedrijfsinformatie openbaar maken, namelijk de jaarrekening, het jaar- en het controleverslag, de periodieke informatie en de occasionele informatie. Deze informatie moet correct en te goeder trouw zijn, ze moet zo volledig mogelijk zijn en ze moet terzelfder tijd voor iedereen beschikbaar zijn (Laveren et al, 2004).

Ondernemingen - voornamelijk KMO's - zijn vaak geremd om naar de beurs te trekken wegens de grote transparantie. Zelfs ondernemingen die wel de nodige schaalgrootte hebben om investeerders te vinden op de beurs treden toch niet toe, omdat ze dan bedrijfsinformatie naar buiten moeten brengen (Boonstra, 2004). De gegevens die de onderneming vrij moet geven als ze op de beurs genoteerd staat, is zoals eerder vermeld beschikbaar voor iedereen. Ook toekomstige en huidige concurrenten kunnen deze gegevens inkijken, waardoor de ondernemingen vrezen voor verlies van hun competitief voordeel.

Omdat vele ondernemingen vrezen voor de grote transparantie treden ze niet toe tot de beurs. Maar de vrees voor transparantie heeft ook zijn invloed op schuldfinanciering. Commerciële banken en andere financiële instellingen zullen ook minder geneigd zijn geld aan deze ondernemingen te verschaffen. De commerciële banken en andere financiële instellingen bezitten weinig gegevens van de onderneming en zien het dus als een groot risico om te investeren in deze ondernemingen. Door het grotere risico dat ze lopen, gaan de commerciële banken en andere financiële instellingen een hogere return vragen voor het geld dat ze uitlenen. Dit heeft dan weer als gevolg dat de kleinere ondernemingen zich gaan financieren

met korte termijn leningen, wat op zijn beurt het risico van de onderneming nog meer doet stijgen (Chittenden et al., 1996, in Gregory, Rutherford, Oswald & Gardiner, 2005).

Zoals bij de omschrijving van KMO's vermeld, hebben kleine ondernemingen ook minder informatieplicht dan grote ondernemingen wanneer het gaat om het neerleggen van de jaarrekening. Kleine ondernemingen moeten slechts het verkort schema neerleggen, terwijl grote ondernemingen het volledige schema moeten neerleggen. Doordat kleine ondernemingen gebruik maken van het verkort schema, moeten zij onder andere hun omzet niet melden. Dit zorgt ervoor dat kleine ondernemingen minder transparant zijn, wat verder een invloed heeft op de schuldfinanciering en financiering op de private en publieke markt.

4.1.3 Risico

Doordat KMO's vaak jonge, groeiende ondernemingen zijn, zijn zij moeilijker te managen dan grote, mature ondernemingen. KMO's zijn daardoor risicovoller dan grote ondernemingen. (Ooghe et al., 2002) Ook de kapitaal- en kredietverschaffers weten dit. Net zoals bij transparantie eerder vermeld, zullen ze een hogere return vragen aan ondernemingen die een groter risico met zich meedragen (Hall, Hutchinson & Michaelas., 2004).

Een onderzoek van Strahan (1999) bevestigt het voorgaande. Grote ondernemingen zijn stabiel, waardoor hun cashflows ook stabiel zijn. Dit biedt een grotere zekerheid dat de lening kan worden terugbetaald. Daarnaast hebben grote ondernemingen ook al een reputatie opgebouwd, waardoor het gepercipieerde risico daalt. Grote ondernemingen kunnen door dit alles aan betere voorwaarden lenen.

4.1.4 Schaalvoordeel

De meeste kosten verbonden aan een lening en uitgifte van aandelen zijn vaste kosten. Grote ondernemingen ondervinden hierdoor een schaalvoordeel. Kleine ondernemingen kunnen deze kosten vaak niet dragen en gaan op zoek naar goedkopere financieringsbronnen. Een voorbeeld van goedkopere financieringsbronnen zijn schulden op korte termijn (Berger & Udell, 1998).

In combinatie met transparantie zorgt schaalvoordeel ervoor dat kleine ondernemingen moeilijk toegang krijgen tot de publieke markt. Zij zullen zich eerder tot de private markt richten. Toch mag hieruit niet worden afgeleid dat grote ondernemingen zich enkel tot de publieke markt richten. Zij zullen zich ook tot de private markt richten voor financieringsbronnen (Berger & Udell, 1998).

4.1.5 Waarborgen of zekerheden

Banken spelen een grote rol in de financiering van bedrijven. Ze zijn een belangrijke bron van vreemd vermogen, maar banken zijn ook risicomijdend. Wanneer zij een onderneming geld uitlenen, zullen ze in ruil zekerheden vragen. Zij willen een waarborg zodat zij er zeker van zijn dat zij het geleende bedrag toch terugkrijgen ook al gaat de onderneming in gebreke (Boonstra, 2004).

Er bestaan twee soorten waarborgen, namelijk persoonlijke waarborgen en zakelijke waarborgen. Persoonlijke waarborgen zijn waarborgen die toegekend worden door de eigenaar van de onderneming en geen deel uitmaken van de wettelijke entiteit van de onderneming. Zakelijke waarborgen zijn daarentegen waarborgen die betrekking hebben op de activa van de onderneming. Bij deze laatste vorm moet de onderneming zelf voor de waarborg zorgen (Steijvens, Voordeckers & Mercken, 2004).

Volgens Berger en Udell (1998) kunnen waarborgen er toe leiden dat kredietverschaffers tegen gunstigere voorwaarden krediet verlenen aan KMO's. Deze zekerheden zorgen voor een inkrimping van de informatie asymmetrie tussen beide partijen. Volgens Rothschild en Stiglitz (1971, in Steijvers et al., 2004) weerspiegelen de waarborgen het risico dat gepaard gaat met het project. De lener ontvangt, in ruil voor de waarborg, het voordeel van een lagere interestvoet, maar kan de waarborg verliezen bij een te lage return van het project. Dus wanneer het risico op een te lage return te groot is, zal de lener niet bereid zijn het krediet te aanvaarden.

Het verschil tussen grote en kleine ondernemingen is dat kleine onderneming weinig activa bezitten die ze als zekerheid kunnen geven aan de banken. Dit leidt dus mogelijk tot een financieringsbeperking voor kleine ondernemingen (Boonstra, 2004)

4.2 Verband tussen grootte en groei volgens literatuur

Wanneer naar de relatie tussen grootte en groei wordt gekeken, mag de Gibrat Law niet uit het ogen worden verloren. De Gibrat Law kan omschreven worden als 'the probability of a given proportional change in size during a specified period is the same for all firms in a given industry - regardless of their size at the beginning of the period'. (Mansfield, 1962, geciteerd in Esteves, 2007) Volgens Gibrat is er dus geen relatie tussen grootte en groei. Toch komt deze bewering niet overeen met wat andere onderzoeken beweren. Zo stellen zowel Hall (1987) en Lotti, Santarelli en Vivarelli (2007, in Esteves, 2007) dat er een negatieve relatie is tussen grootte en groei.

Verder zijn er nog de onderzoeken van Beck, Demirgüç-Kunt en Maksimovic (2005) en Beck en Demirgüç-Kunt (2006). Deze beweren dat financiële obstakels een grote bedreiging vormen voor de groei van een onderneming. Financiële obstakels remmen de groei van kleine ondernemingen dubbel zo veel af als de groei van grote ondernemingen. (Beck & Demirgüç-Kunt, 2006) Als deze beweringen worden gevolgd, zou de groei positief correleren met de grootte van de onderneming. In het artikel van Pissarides (1999), dat is gebaseerd op Centraal- en Oost-Europa, wordt ook de nadruk gelegd op het positieve verband tussen grootte en groei. Het gebrek aan een goede wetgeving betreffende de financiële markten wordt in dit geval aangewezen als grootste oorzaak van dit verschil.

4.3 Financiering volgens de literatuur

Berger en Udell zijn twee onderzoekers die prominent terug te vinden zijn in de literatuur over financiering van kleine ondernemingen. Uit één van hun onderzoeken vloeit voort dat kleine ondernemingen zich eerder financieren door onderhandse uitgifte, dit voornamelijk aan de eigenaar zelf. Daarnaast zijn handelsschulden ook heel belangrijk voor kleine ondernemingen, omdat ze moeilijker toegang hebben tot andere financiële middelen. Middelgrote ondernemingen hebben daarentegen al meer toegang tot de commerciële banken en andere financiële instellingen. Zij zullen zich dus eerder met financiële schulden financieren. De toegang ontstaat doordat deze ondernemingen transparanter worden en meer ervaring hebben waardoor het risico afneemt (Berger & Udell, 1998).

Hall et al. (2004) gaan nog wat dieper in het onderzoek naar de verschillen in financiering voor grote versus kleine bedrijven. Ze maken een onderscheid tussen lange en korte termijn schulden. Volgens Hall et al. (2004) zullen grote bedrijven zich eerder financieren met lange termijn schulden en kleine bedrijven met korte termijn schulden. Dit alles is volgens hen te wijten aan het mijden van risico door de banken. Ook Ides (2000) bevestigt deze resultaten. Volgens hem zullen kleine ondernemingen zich financieren door middel van interne middelen, middelgrote ondernemingen gebruiken vreemd vermogen op korte termijn en grote bedrijven vreemd vermogen op lange termijn. In hun handboek beweren Ooghe et al. (2002) dat KMO's zich eerder met termijnleningen zullen financieren aangezien zij geen toegang hebben tot de publieke kapitaalmarkt. Ze halen ook aan dat door de snelheid en eenvoud van termijnleningen, grote ondernemingen eveneens hiervan gebruik maken. Er valt dus een tegenstrijdigheid waar te nemen tussen Ooghe et al. (2002) en Ides (2000) aangezien volgens Ides (2000) kleine ondernemingen geen gebruik maken van lange termijn schulden, en dus termijnleningen, terwijl volgens Ooghe et al. (2002) kleine ondernemingen hier juist wel gebruik van maken. Fazzari et al. (1988) staat Ooghe et al. (2002) bij en toont ook aan dat kleine ondernemingen gebruik maken van lange termijn schulden. Uit dit onderzoek blijkt

tevens dat kleine ondernemingen gebruik maken van schuldfinanciering op korte termijn. Hierin wordt ook aangehaald dat grote ondernemingen meer toegang hebben tot zowel korte termijn als lange termijn schuldfinanciering.

Omtrent financiering door middel van handelsschulden bestaan er verscheidene theorie. Wanneer specifiek wordt gekeken naar het verschil tussen kleine en grote ondernemingen, kan er één theorie worden aangehaald. Deze theorie gaat voornamelijk in op de redenen waarom een leverancier sneller krediet zal verlenen aan een klant dan dat een bank dit zal doen. Er kunnen hierbij drie redenen worden opgesomd. Enerzijds heeft de leverancier een voordeel bij het verkrijgen van informatie over zijn klant. Hij komt vaker in contact met de klant en aan de hand van het aantal bestellingen dat de klant plaatst, weet hij ook dat de klant geen problemen ondervindt. Daarnaast heeft de leverancier ook voordeel bij het controleren van de klant. Wanneer de klant niet tijdig betaald, kan de leverancier een volgende bestelling niet doorvoeren. Tot slot kan de leverancier bij het langdurig uitblijven van een betaling, zijn goederen teruggeisen. Dit alles is natuurlijk afhankelijk van de soort goederen of diensten dat de leverancier voorziet aan de klant. (Petersen & Rajan, 1997) Uit deze theorie kan worden afgeleid dat wanneer ondernemingen geen toegang hebben tot bankfinanciering, ze leveranciersschulden zullen gebruiken ter financiering. Wanneer dit dan wordt toegepast op het verschil tussen kleine en grote ondernemingen, zou moeten blijken dat kleine ondernemingen meer gebruik maken van handelsschulden ten opzichte van grote ondernemingen.

Wanneer voorgaande theorie in praktijk wordt getest door Petersen en Rajan (1997), blijkt deze niet tot uiting te komen. Het onderzoek van Petersen en Rajan (1997) concludeert namelijk dat kleine ondernemingen minder gebruik maken van handelsschulden dan grote ondernemingen. Dit onderzoek spreekt de eerder aangehaalde conclusie van Berger en Udell (1998) tegen. Het onderzoek van Demircuc-Kunt en Maksimovic (2002) sluit wel aan bij dit van Berger en Udell (1998): KMO's maken meer gebruik van handelsschulden.

Tot slot nog iets over de uitgifte van aandelen. Zoals uit de Pecking Order Theory blijkt, zullen kleine ondernemingen ten gevolge van asymmetrische informatie moeilijkheden ondervinden bij het aantrekken van extern eigen vermogen. (Ooghe, et al., 1987, in Ides, 2000) Het onderzoek dat Ides (2000) voert, toont echter het tegenovergestelde aan. Dit stelt dat hoe groter de onderneming, hoe lager de financiële onafhankelijkheid van de onderneming. Dus grote onderneming financieren zich minder met eigen vermogen.

Algemeen kan er besloten worden dat uit de literatuur blijkt dat kleine ondernemingen vele problemen ondervinden bij het verzamelen van de nodige financiële middelen in tegenstelling tot grote ondernemingen. Volgens Berger en Udell (2002) kunnen kleine ondernemingen hierdoor vaak nuttige investeringen niet doorvoeren.

Hoofdstuk 5: Invloed van externe factoren op financiering

Doorheen de jaren is de financiële wereld sterk veranderd. Ieder land voert zijn maatregelen in. Er vinden economische en financiële evoluties plaats en er worden nieuwe normen en wetgevingen geïntroduceerd. Dit hoofdstuk behandelt enkele van deze factoren die mogelijk het verschil tussen kleine en grote ondernemingen en de financiering van groei beïnvloeden. Eerst wordt de rol van de overheid behandeld. Daarna wordt ingegaan op enkele recente evoluties binnen de kredietverlening en tot slot wordt gekeken naar het recent ingevoerde Bazel II-akkoord.

5.1 De rol van de overheid

De overheid kan een belangrijke rol spelen bij het vinden van financiële middelen voor een onderneming. Ze kan de wetgeving aanpassen of maatregelen doorvoeren ten gunste van KMO's of grote ondernemingen. Eerder is al het belang van beide soorten ondernemingen aangehaald voor de economie. Dit verklaart waarom de overheid het gebruik van bepaalde financieringsbronnen beïnvloedt.

Door de verschillende gewesten en gemeenschappen zijn er in België meerdere en verschillende wetgevingen. De Federale Overheid heeft een aantal maatregelen waarmee ze probeert ondernemingen te steunen. Deze ondersteuning is toegankelijk naargelang het bedrijf een KMO of een grote onderneming is. Enkele van deze maatregelen specifiek voor KMO's worden hieronder opgesomd:

- Starteo: Aanvullende achtergestelde lening bij een bankkrediet ter financiering van investeringen of bedrijfskapitaal voor ondernemingen die jonger zijn dan vier jaar.
- Business Angel+: Een achtergestelde lening voor kleine innoverende ondernemingen (< 50 werknemers) die geen toegang hebben tot klassieke financieringen, in aanvulling op de investering van een Business Angel.
- PRIVAK+: Private privaks (instelling voor collectieve beleggingen) kunnen onder bepaalde voorwaarden hun investeringsmogelijkheden uitbreiden zodat ze grotere investeringen kunnen doen in innoverende KMO's.
- Optimeo: Aanvullende achtergestelde lening bij een bankkrediet ter financiering van investeringen of bedrijfskapitaal. Deze subsidie wordt toegekend aan bestaande ondernemingen die willen uitbreiden (Agentschap Economie, z.d.).

Voor grote ondernemingen bestaan er geen specifieke steunmaatregelen op Federaal niveau. Zij profiteren wel van de notionele intrestaftrek, maar deze maatregel geldt tevens voor KMO's. De notionele intrestaftrek is van toepassing sinds aanslagjaar 2007. Het is een fictieve rente op het eigen vermogen die kan worden afgetrokken van de winst, waardoor er een

belastingvermindering tot stand komt. Er liggen meerdere factoren aan de basis van deze maatregel. Eén hiervan is een gelijkheid creëren tussen eigen en vreemd vermogen. De interesten die ontstaan bij financiering met vreemd vermogen, waren reeds volledig fiscaal aftrekbaar. Ondernemingen die zich financieren met eigen vermogen, konden voorheen geen interestkosten inbrengen en hadden geen belastingsvoordeel.

Wanneer er een vergelijking wordt gemaakt op Vlaams niveau, valt op dat ook hier elke regelgeving ofwel specifiek voor KMO's ofwel globaal (zowel voor KMO's als voor grote ondernemingen) geldt. De meeste maatregelen gelden voor ondernemingen met minder dan 250 werknemers. Dit is dus een ruimere definitie dan de eerder vermelde, uit de Belgische wetgeving, waar een KMO een bedrijf met minder dan 50 werknemers betrof. Nog enkele voorbeelden van maatregelen specifiek voor KMO's op Vlaams niveau:

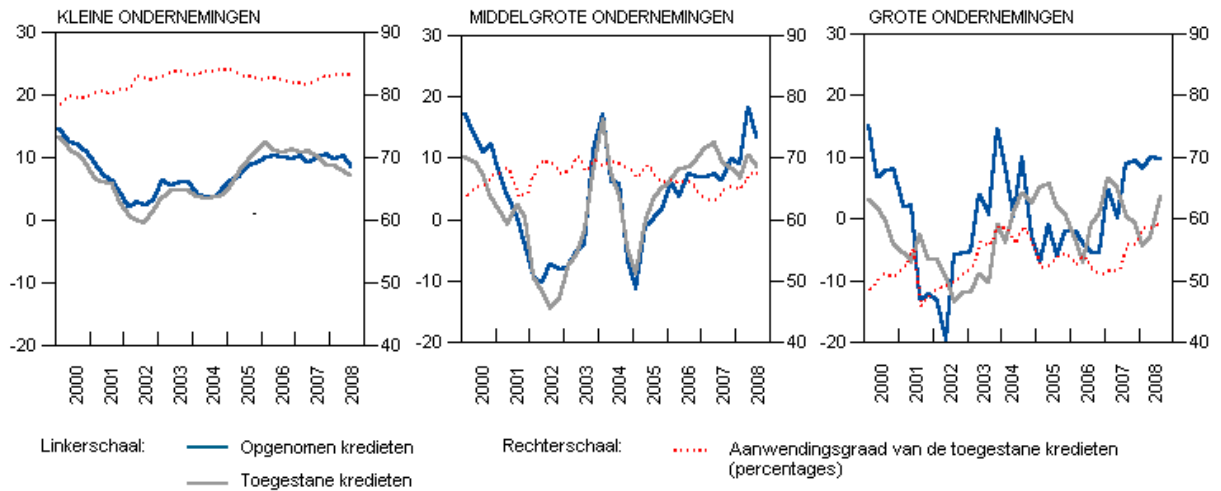
- Win-winlening: Mechanisme dat particulieren fiscaal aanmoedigt om leningen te verstrekken aan beginnende ondernemers die niet langer dan drie jaar ingeschreven zijn bij de Kruispuntbank van Ondernemingen, belastingvermindering en beperkte waarborg.
- ARKimedes: ARKimedes verzamelt middelen bij het publiek en stelt die via ARKIV's ter beschikking van KMO's (< 250 werknemers) met een exploitatiezetel in Vlaanderen.
- Waarborgregeling: Een goedkope overheidswaarborg voor KMO's (tot 250 werknemers) die zelf onvoldoende zekerheden kunnen bieden (Agentschap Economie, z.d.).

Ook de Europese wetgeving die geldt in België voorziet in specifieke maatregelen voor KMO's. Daarnaast zijn er op dit niveau ook enkele maatregelen die gelden voor beide groepen, namelijk KMO's en grote ondernemingen (Agentschap Economie, z.d.).

5.2 Evoluties in kredietverlening

Bij de bespreking van de aangewende financieringsbronnen mag de huidige financiële crisis niet uit het oog worden verloren, maar eerst wordt ingegaan op een fenomeen dat enkele jaren geleden heeft plaatsgevonden. In figuur twee is er een lage kredietverlening waar te nemen in 2001. Dit wordt veroorzaakt door een kapitaalrantsoenering, ook wel kredietschaarste genoemd. Volgens het onderzoek van Steijvers et al. (2004), zijn het vooral de kleinere ondernemingen die hierdoor benadeeld werden. Zij halen ook aan dat kapitaalrantsoenering niet noodzakelijk als negatief moet worden gezien. Het staat ook synoniem voor efficiëntere kredietverlening. Overoptimistische ondernemers zouden kunnen worden afgeremd en onrendabele investeringen kunnen op deze manier vermeden worden.

KREDIETVERSTREKKING DOOR BELGISCHE KREDIETINSTELLINGEN AAN INGEZETEN NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN
VOLGENS DE CENTRALE VOOR KREDIETEN AAN ONDERNEMINGEN: OPSPLITSING NAAR GROOTTE VAN DE ONDERNEMINGEN*
(veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



* Vennootschappen die een verkort schema van de jaarrekening hebben neergelegd, worden als kleine ondernemingen beschouwd. Vennootschappen die een volledig schema hebben neergelegd, worden beschouwd als groot of middelgroot al naar gelang de omzet van twee opeenvolgende jaren meer dan wel minder dan 37,2 miljoen euro bedroeg.

Figuur 2: kredietverstrekking door Belgische kredietinstellingen

Bron: Observatorium voor Krediet aan Vennootschappen (z.d)

Na de kapitaalrantsoenering in 2001 is er de laatste jaren terug een stijging van de kredietverlening waar te nemen, maar in het derde kwartaal van 2008 kan er een vertraging worden vastgesteld bij de kleine ondernemingen. Bij de middelgrote ondernemingen valt er slechts een kleine vertraging waar te nemen, terwijl er bij de grote ondernemingen geen sprake is van een vertraging. Volgens het Observatorium voor Krediet aan Vennootschappen is deze vertraging te wijten aan de algemene vertraging van de economische activiteit. De financiële crisis komt in de financiële instellingen tot uiting door intense problemen om middelen aan te trekken en in massale afschrijvingen op hun portefeuille van activa. Dit verplicht de banken om de aangroei van hun activa te beperken om zo hun solvabiliteit te handhaven of trachten te herstellen. Zoals vermeld vindt de vertraging vooral plaats in kleine ondernemingen. Hieruit kan worden geconcludeerd dat kleinere ondernemingen de grootste gevolgen dragen van deze kredietcrisis. Fazzari et al. (1988) bevestigen dit. In hun onderzoek halen zij aan dat wanneer er een tekort aan kredieten is, de kleine en middelgrote ondernemingen de eerste zijn die hieronder zullen leiden. De verschaffers van krediet geven dan de voorkeur aan betere kwaliteitsleners.

Door de financiële crisis gaan vele kleine financiële instellingen over kop. Ze worden overgenomen door de grotere financiële instellingen. Uit het onderzoek van Berger en Udell (2006) is gebleken dat kleine banken eerder kleine ondernemingen financieren, terwijl grote

banken de grotere ondernemingen financieren. Door de afname van de kleine banken kan het dus ook dat de kleinere ondernemingen hieronder lijden.

5.3 Bazel II

Het Bazelcomité ter bevordering van de solvabiliteit en de stabiliteit van de financiële sector werd opgericht in 1975. Het ontstond door een samenwerking tussen de centrale banken van de tien rijkste landen. In 1988 stelde ze het eerste Bazel-akkoord samen, namelijk Bazel I. Door dit eerste akkoord kregen de banken kredietregels voorgeschreven om zo de solvabiliteit van de banken te verbeteren. Het eigen vermogen van de bank moest ten minste gelijk zijn aan acht procent van de naar risicograad gewogen vorderingen. Bazel I had echter vele nadelen waardoor sinds 2007 Bazel II van kracht is (Aernoudt, 2005).

Bazel II is gebaseerd op drie pijlers, namelijk minimum kapitaalvereisten, de werking van het toezicht en marktdiscipline. Pijler één bevat de regels die banken moeten naleven bij de bepaling van hun kapitaalbuffers. Pijler twee omschrijft de regulering van het toezicht door de centrale nationale banken. Er moet beoordeeld worden of het risicoprofiel van de bank in relatie is met hun minimaal vereiste kapitaalbuffer. Pijler drie ten slotte bepaalt de publicatievereisten omtrent het risicoprofiel en de aangehouden kapitaalbuffers (Gieskens, 2005).

De introductie van Bazel II maakt dat kredietinstellingen hun kredietrisico beter moeten inschatten. Hiertoe moeten ze iedere onderneming een score geven die gebaseerd is op de kans dat het bedrijf failliet zal gaan. Indien het risico groot is, zal de kredietinstelling meer kapitaal moeten reserveren. Concreet betekent dit, dat risico nemen duurder wordt voor de kredietinstellingen. Deze meerkost zal bijgevolg worden doorgerekend aan de kredietnemer (Verjans, 2008).

De vraag is nu of de ondernemingen hierdoor eenvoudiger of moeilijker krediet verkrijgen. Volgens Aernoudt (2005) zit dit vervat in het verfijnd risicomodel. Aangezien banken verplicht worden hogere reserves aan te leggen voor risicovollere kredieten, zal dit zich ook vertalen in de gevoerde bankpolitiek. Banken kunnen op twee manieren reageren. Enerzijds door de hogere marges in de risicopremie in te bouwen, anderzijds door een bepaald segment van de markt af te stoten. Bepaalde banken zullen zich vermoedelijk terugtrekken uit de KMO-markt en voor starters zal het moeilijk worden om krediet te verkrijgen. Voor nichespelers opent dit daarentegen deuren. Zij zullen zich juist toeleggen op deze markt. Kortom volgens Aernoudt (2005) zullen de KMO's geen nadeel ondervinden van de invoer van Basel II. De banken zullen de kosten van de verfijnde risicobenadering wel doorrekenen aan de ondernemingen.

Door de invoer van Bazel II is het belangrijk dat ondernemingen transparant zijn aangezien de banken het risico bepalen door een rating systeem. De banken hebben voldoende informatie nodig, informatie op papier. Kleine ondernemingen kunnen dus niet langer de methode van relatiebankieren toepassen. Ze moeten concrete cijfergegevens kunnen voorleggen aan de bankier. Volgens een artikel in De Tijd (2007) zullen KMO's moeten afstappen van de houding dat 'de bank toch niet alles moet weten', anders zullen zij de grote dupe worden van de invoer van Basel II.

Deel III: Empirisch onderzoek

In dit deel van de eindverhandeling wordt het empirisch onderzoek behandeld. In het eerste hoofdstuk worden de hypothesen geformuleerd. Daarna worden de manier van dataverzameling, de gebruikte maatstaven en de gebruikte analyses besproken. Het belangrijkste onderdeel van dit deeltje, is hoofdstuk vijf. Hierin komt het resultaat naar voor dat resulteert uit de gevoerde analyses. In het laatste hoofdstuk worden de conclusies getrokken aan de hand van de bekomen resultaten.

Hoofdstuk 1: Hypothesen omtrent de deelvragen

Na deze grondige literatuurstudie kunnen de hypothesen worden geformuleerd. De hypothesen zijn gebaseerd op de deelvragen die in hoofdstuk één werden geformuleerd. Deelvraag één wordt buiten beschouwing gelaten, omdat deze uitsluitend aan de hand van de literatuur wordt opgelost.

1.1 Relatie tussen grootte en groei

Zoals uit de literatuur vooropgesteld wordt, is er duidelijk een verschil in financiering tussen kleine en grote ondernemingen. Algemeen kan worden geconcludeerd dat vooral de kleine ondernemingen financieringsproblemen ondervinden. Volgens Beck et. al. (2005) hebben deze financiële obstakels een grote invloed op de groei van de ondernemingen. Hieruit kan de volgende hypothese worden geformuleerd:

Hypothese 1: Kleine ondernemingen vertonen een lagere groei dan grote ondernemingen.

1.2 Verschil in financiering van de groei naargelang grootte

Voortgaand op de hypothese eerder geformuleerd, kan worden gesteld dat de gebruikte financieringsbronnen door de financieringsobstakels verschillen naargelang de grootte van de onderneming. Volgende hypothesen kunnen worden geformuleerd op basis van de literatuur:

Hypothese 2: Kleine ondernemingen financieren hun groei meer door middel van interne financiering dan grote ondernemingen.

Hypothese 3: Kleine ondernemingen financieren hun groei minder door middel van extern eigen vermogen dan grote ondernemingen.

Hypothese 4: Kleine ondernemingen financieren hun groei minder door middel van vreemd vermogen op lange termijn dan grote ondernemingen.

Hypothese 5: Kleine ondernemingen financieren hun groei meer door middel van vreemd vermogen op korte termijn dan grote ondernemingen.

Hypothese 6: Kleine ondernemingen financieren hun groei meer door middel van handelsschulden dan grote ondernemingen.

Hypothese 7: Kleine ondernemingen financieren hun groei minder door middel van financiële schulden dan grote ondernemingen.

Hoofdstuk 2: Methodologie

Dit hoofdstuk dient als basis voor de analyses. Eerst wordt toegelicht welke criteria zijn aangewend voor het verzamelen van de data. Vervolgens wordt bekeken welke maatstaven worden gebruikt. Er wordt in dit onderdeel besproken hoe de groei en het gebruik van financieringsbronnen ter financiering van die groei worden gemeten. En tot slot wordt ingegaan op de gebruikte analyses die worden gebruikt.

2.1 Dataverzameling

Voor alle deelvragen is het uiterst belangrijk om een goede gegevensverzameling uit te voeren. Deze gegevensverzameling is gebeurd aan de hand van de Bel-First DVD die ter beschikking wordt gesteld op de Universiteit Hasselt. Bel-first is een DVD waarop jaarrekeningen, ratio's, activiteiten, aandeelhouderschap en mandatarissen van zo een 330.000 Belgische ondernemingen en 4.000 Luxemburgse ondernemingen terug te vinden zijn. Daarnaast staat er de samenvatting op van 700.000 kleinere Belgische en Luxemburgse ondernemingen (belfirst.bvdep.com).

Eerst worden de gegevens verzameld voor alle ondernemingen, zonder rekening te houden met de sector waarin ze actief zijn. Daarna wordt er een onderscheid gemaakt per sector om de sectorgebonden factoren uit te schakelen.

2.1.1 Alle ondernemingen

Deze eindverhandeling is gebaseerd op Belgische ondernemingen. Vooreerst worden dus de Luxemburgse ondernemingen uit de data gefilterd. Daarnaast worden enkel deze ondernemingen met winstoogmerk in de populatie opgenomen. Ondernemingen zonder winstoogmerk werken met een andere doelstelling. Aangezien B.V.B.A.'s en N.V.'s de meest voorkomende rechtsvormen in de Belgische economie zijn, worden enkele deze verwerkt in de analyse.

Enkel de ondernemingen die hun jaarrekening afsluiten op 31 december worden opgenomen in de populatie. Wanneer ook ondernemingen die hun jaarrekening op een andere datum afsluiten worden opgenomen in de analyse zou dit een vertekend beeld van de groei geven. De groei die wordt berekend zou dan niet voor elke onderneming over dezelfde periode hebben plaatsgevonden. Om de vergelijking te vereenvoudigen betreft het enkel ondernemingen die hun jaarrekening over een periode van 12 maanden neerleggen.

Er worden enkel ondernemingen in het onderzoek opgenomen die een enkelvoudige jaarrekening neerleggen. Geconsolideerde jaarrekeningen worden uitgesloten, aangezien anders de kans bestaat dat ondernemingen tweemaal worden opgenomen.

2.1.2 Groot versus klein

Het is belangrijk om een duidelijke maatstaf te bepalen voor het onderscheid tussen kleine en grote ondernemingen. Er bestaat hier geen eenduidig antwoord in de literatuur. Zo gebruiken onder andere Beck et al (2004) en Gregory et al. (2005) werknemers als basis voor grootte, terwijl Hall et al (2004) het totaal aan activa hiervoor gebruiken. Verder bestaat er ook nog de mogelijkheid om op te splitsen volgens het Wetboek van Vennootschappen, waarin een onderverdeling wordt gemaakt bij het opstellen van verkorte of volledige jaarrekening.

Voor deze eindverhandeling wordt een combinatie van enkele van deze criteria gebruikt. Eerst en vooral maken we het onderscheid tussen grote en kleine ondernemingen door middel van het aantal werknemers. Kleine ondernemingen zijn deze met vijf tot en met 50 werknemers. Grote ondernemingen zijn deze met meer dan 100 werknemers. Daarnaast houden we rekening met het verkorte en het volledige schema bij het neerleggen van de jaarrekening. Tot slot worden ook de beursgenoteerde ondernemingen eruit gefilterd.

Tabel 3: Criteria dataverzameling

Klein	Groot
NV of BVBA	
Afsluiten boekjaar december	
12 maanden jaarrekening	
Enkelvoudige jaarrekening	
Niet-beursgenoteerd	
5 < werknemers < 50	Werknemers > 100
Verkort schema	Volledig schema

Wanneer deze criteria van selecteren worden toegepast, zijn er 21.723 kleine ondernemingen en 1.497 grote ondernemingen.

2.1.3 Sectoren

Zoals eerder vermeld, wordt eerst de verzameling van alle ondernemingen geanalyseerd, waarna per sector wordt gekeken. Voor de opdeling per sector wordt er gebruik gemaakt van de NACEBEL codes van 2003. Er wordt hier gebruik gemaakt van een opdeling per sector

opgesteld door het Instituut voor de Aanmoediging van Innovatie door Wetenschap en Technologie in Vlaanderen (z.d.).

Tabel 4: Indeling volgens sector

Nr.	NACEBEL	Benaming	Klein	Groot	Totaal
1	10-14, 26, 27, 40, 41	Mijnbouw	339	102	441
2	15, 16	Voeding	562	104	666
3	17	Textiel	199	53	252
4	18, 19	Leder en confectie	126	9	135
5	20	Hout	174	10	184
6	21, 22	Papier	399	68	467
7	23, 24	Chemie	124	88	212
8	25	Rubber	96	34	130
9	28	Metaal	812	62	874
10	29	Machines	242	37	279
11	30-32	Kantoor	130	31	161
12	33	Optische industrie	74	9	83
13	34, 35	Auto	48	33	81
14	45	Bouw	3268	127	3395
15	50	Herstellingen	900	31	931
16	51, 52	Detailhandel	3953	204	4157
17	55	Hotel	1460	23	1483
18	60-64	Transport	1682	145	1827
19	36, 37	Andere	311	15	326

Bron: IWT (z.d.)

In de drie laatste kolommen staat een overzicht van het aantal ondernemingen opgenomen in deze analyse per sector. In bijlage 3 is een lijst terug te vinden van de specifieke benaming van elke NACEBEL code.

2.2 Maatstaven

Nadat bepaald is welke ondernemingen in de analyse worden opgenomen, is het belangrijk te bepalen aan de hand van welke maatstaven een antwoord op de deelvragen wordt gezocht.

De analyse beslaat een tijdspanne van drie jaren. De gegevens van 2005, 2006 en 2007 werden gebruikt om het onderzoek te voeren. De evolutie wordt afzonderlijk van 2005 naar 2006 en van 2006 naar 2007 berekend, waarna een gemiddelde wordt genomen van deze

evoluties. Door deze methode toe te passen, worden eventuele tegenslagen in een bepaald jaar geminimaliseerd.

De groei kan op verschillende manieren worden gemeten. Enkele van deze mogelijkheden zijn de volgende: procentuele verandering van de omzet, de procentuele verandering van het balanstotaal en de procentuele verandering van de marktwaarde van de onderneming. (Ides, 2000) In dit onderzoek wordt er gebruik gemaakt van de procentuele wijziging van het balanstotaal aangezien dit een methode is, die in veel literatuur wordt toegepast. Fama en French (2005) gebruiken volgende formule voor het berekenen van de variabele groei: $dA/A = \text{wijziging activa} / \text{activa}$.

Nadat de groei is berekend, is het belangrijk om maatstaven te vinden voor het gebruik van de verschillende financieringsbronnen. De verschillende financieringsbronnen waarop dit onderzoek is gebaseerd zijn al in deelvraag drie geformuleerd. De maatstaven die gebruikt worden zijn gebaseerd op de algemene regel: wijziging financieringsbron/wijziging actief. In het volgende kader is een overzicht terug te vinden van de verschillende formules.

$\%EV \text{ van groei} = \Delta EV / \Delta A$
$\%IF \text{ van groei} = \Delta IF / \Delta A$
$\%EEV \text{ van groei} = \Delta EEV / \Delta A$
$\%K \text{ van groei} = \Delta K / \Delta A$
$\%VV \text{ van groei} = \Delta VV / \Delta A$
$\%VV \text{ LT van groei} = \Delta VV \text{ LT} / \Delta A$
$\%VV \text{ KT van groei} = \Delta VV \text{ KT} / \Delta A$
$\%VV \text{ LT KT van groei} = \Delta VV \text{ LT KT} / \Delta A$
$\%FIN \text{ van groei} = \Delta FIN / \Delta A$
$\%FIN \text{ LT van groei} = \Delta FIN \text{ LT} / \Delta A$
$\%FIN \text{ KT van groei} = \Delta FIN \text{ KT} / \Delta A$
$\%HAN \text{ van groei} = \Delta HAN / \Delta A$
$\%BEL \text{ van groei} = \Delta BEL / \Delta A$
$\%VOOR \text{ van groei} = \Delta VOOR / \Delta A$
$\Delta = \text{wijziging}$
$A = \text{Totaal activa}$

Wanneer deze formules zijn toegepast van jaar 2005 naar 2006 en van jaar 2006 naar 2007, wordt zoals eerder al vermeld het gemiddelde van deze twee resultaten genomen. Het eindresultaat dat dan wordt bekomen, zijn de variabelen waarop dit onderzoek steunt.

Enkele van deze financieringsbronnen vereisen wel nog enige detaillering. Financieringsbronnen zoals eigen vermogen, vreemd vermogen, financiële schulden, ... kunnen rechtstreeks uit de balans worden afgelezen. Wanneer men het heeft over extern vreemd vermogen, kan dit worden gelijkgesteld aan vreemd vermogen. Interne financiering en extern eigen vermogen vereisen enig rekenwerk. Interne financiering wordt gevormd door de som van overgedragen winst en reserves. Extern eigen vermogen daarentegen bevat enerzijds kapitaal en anderzijds uitgiftepremies.

2.3 Gebruikte analyse

Nu het duidelijk is welke variabelen gebruikt zullen worden voor het uitvoeren van de analyses, is het belangrijk te omschrijven welke analyses er zullen worden toegepast.

Om te onderzoeken of er een verschil is tussen twee onafhankelijke groepen, bestaan er twee soorten testen, namelijk de onafhankelijke t-toets en de Mann-Whitney U toets. De t-toets is een parametrische toets. Hij onderzoekt aan de hand van een hypothesetoets of er een verschil is in gemiddelden tussen de twee groepen. (Anderson et al, 1997) De Mann-Whitney U toets wordt ook wel de Wilcoxon Rank-Sum toets genoemd. Het is een niet-parametrische toets. Ook hier wordt een hypothesetoets toegepast. De toets vergelijkt echter niet de gemiddelden van beide groepen, maar gaat na of de scores in de ene groep hoger of lager liggen dan de scores in de andere groep. De Mann-Whitney U toets houdt, in vergelijking met de t-toets, wel rekening met extreme waarden. Dit vereenvoudigt de analyse, doordat er geen filter moet worden ingevoerd. Nadeel van de Mann-Whitney U toets is dat het geen gemiddelden produceert, wat het bemoeilijkt om de resultaten te visualiseren. (Sekaran, 2003) Voor de bepaling van de significantie wordt er gebruik gemaakt van de Mann-Whitney U test. De percentages die worden uitgedrukt zijn berekend aan de hand van de onafhankelijke t-toets.

Ter illustratie van de manier waarop de analyse wordt uitgevoerd volgt nu een voorbeeld. Het gebruik van de Mann-Whitney U toets vereist het opstellen van hypothesen, ook wel nulhypothese en alternatieve hypothese genoemd.

H_0 : Er is geen verschil tussen kleine en grote ondernemingen volgens groei

H_1 : Er is een verschil tussen kleine en grote ondernemingen volgens groei

Nadat de hypothesen zijn geformuleerd, kan de analyse in SPSS starten. Eerst gebeurt de analyse zonder filter en met de Mann-Whitney U toets. De output die wordt gegenereerd ziet eruit als volgt:

Tabel 5: Output SPSS groei Ranks

Ranks				
	Klein/groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks
gem.groei	Klein	21723	11546,98	2,51E8
	Groot	1497	12532,17	18760659,50
	Total	23220		

Tabel 6: Output SPSS groei Test Statistics

Test Statistics ^a	
	gem.groei
Mann-Whitney U	1,488E7
Wilcoxon W	2,508E8
Z	-5,500
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

a. Grouping Variable: Klein/groot

Er kunnen twee betrouwbaarheidsintervallen worden toegepast. Enerzijds een betrouwbaarheidsinterval 95% en anderzijds een betrouwbaarheidsinterval van 90%. Het eerste betrouwbaarheidsinterval levert het nauwkeurigste resultaat, maar ook het tweede betrouwbaarheidsinterval is statistisch aanvaardbaar. In dit voorbeeld is de p-waarde, terug te vinden onderaan tabel zes, kleiner dan de kritieke waarde van 0,05 (betrouwbaarheidsinterval 95%) en van 0,10 (betrouwbaarheidsinterval 90%). De nulhypothese kan worden verworpen. Er is dus een significant verschil tussen kleine en grote ondernemingen.

Uit tabel 5 kan worden afgeleid welke groep de meeste groei vertoont. In de kolom 'Mean Rank' kan worden waargenomen dat de score voor groei hoger ligt bij grote ondernemingen dan bij kleine ondernemingen. Er kan dus worden geconcludeerd dat grote ondernemingen meer groeien dan kleine ondernemingen. Om hier een percentage voor te bepalen, moet er gebruik worden gemaakt van de onafhankelijke t-toets. Deze toets wordt niet gebruikt om de hypothesen te testen.

Eerst moet er gekeken worden of filteren noodzakelijk is. Wanneer het gemiddelde en 'Trimmed Mean' wordt vergeleken, is er een enorm verschil waarneembaar. Het is dus beter een filter in te bouwen. 10% van de ondernemingen, deze met de hoogste en met de laagste

groei, worden eruit gefilterd. Nadat de filter is ingebouwd en de t-toets is uitgevoerd, wordt er volgende output bekomen:

Tabel 7: Output SPSS groei T-test

Group Statistics				
Klein/groot	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
gem.groei Klein	19538	,0470	,14819	,00106
Groot	1361	,0589	,14106	,00382

In de kolom 'Mean' kunnen vervolgens de percentages worden afgelezen. Kleine ondernemingen groeien gemiddeld 4,70%, terwijl grote ondernemingen gemiddeld 5,89% groeien.

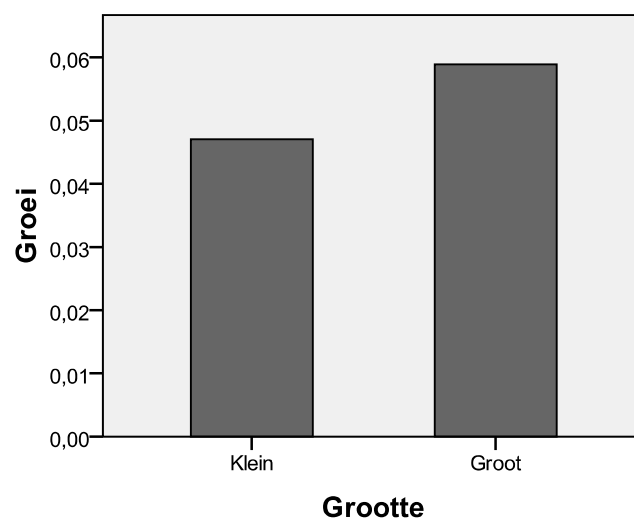
Nadat in dit hoofdstuk is voorgesteld aan de hand van welke data de analyses zullen worden uitgevoerd en welke analyses worden toegepast, kan nu het eigenlijke analyseren beginnen. De resultaten hiervan worden in het volgende hoofdstuk weergegeven.

Hoofdstuk 3: Empirische resultaten

In dit onderdeel wordt ingegaan op de resultaten van de analyse. Eerst wordt gekeken naar de resultaten in verband met groei en later wordt gekeken naar de resultaten in verband met de verschillende financieringsbronnen. De output die wordt bekomen door het uitvoeren van de analyses is terug te vinden in bijlage 4 en 5.

3.1 Groei

Wanneer de groei van alle ondernemingen tezamen wordt bestudeerd, kan er een significant verschil tussen kleine en grote ondernemingen worden waargenomen. De analyse hiervan werd eerder als voorbeeld gebruikt. Zoals in figuur 3 te zien is, groeien grote ondernemingen gemiddeld 5,89% per jaar terwijl kleine ondernemingen gemiddeld 4,70% groeien per jaar.



Figuur 3: Groei bij verzameling ondernemingen

Als er sector per sector wordt gekeken, kan men in nagenoeg alle sectoren waarnemen dat grote ondernemingen meer groeien dan kleine ondernemingen. Slechts in enkele sectoren is een significant verschil waar te nemen, namelijk in de bouwsector, de reparatiesector, de detailhandel, de transportsector en de hotelsector. In de eerste vier sectoren is een significant waarneembaar bij een betrouwbaarheidsinterval van 95%. In de hotelsector daarentegen is pas een significant verschil waarneembaar bij 90%.

Tabel 8: Resultaten groei

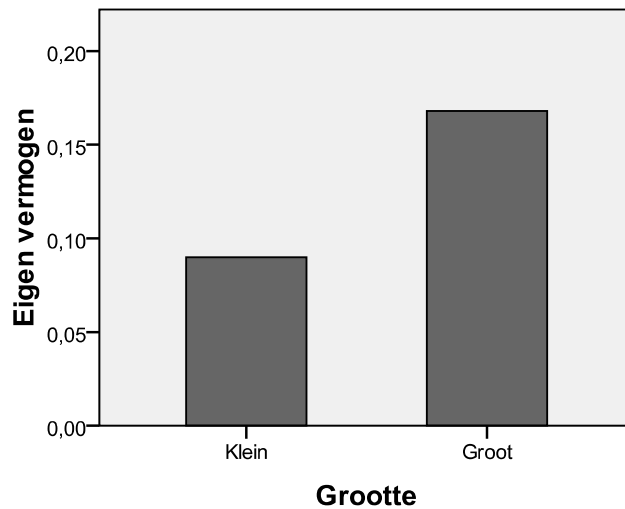
Groei	Klein	Groot
Alle ondernemingen	4,70%	5,89%
Bouw	7,25%	9,75%
Reparatie	3,88%	8,53%
Detailhandel	4,54%	13,23%
Transport	4,33%	6,85%
Hotel	0,39%	8,09%

3.2 Financieringsbronnen

Nadat er kan geconcludeerd worden dat er wel degelijk een verschil is in groei tussen kleine en grote ondernemingen, wordt bestudeerd hoe de ondernemingen deze groei financieren. Er wordt gezocht naar een verschil in financiering tussen beide categorieën. Er volgt dus een analyse per financieringsbron.

3.2.1 Eigen vermogen

Eerst en vooral kan er een onderscheid worden gemaakt tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. De resultaten van de analyse wijzen uit dat er een significant verschil is tussen kleine en grote ondernemingen, wanneer de volledige groep van ondernemingen wordt beschouwd bij eigen vermogen. Wanneer dieper wordt ingegaan op dit resultaat en naar de kolom 'Mean Rank' wordt gekeken, kan worden geconcludeerd dat kleine ondernemingen hun groei minder financieren door middel van eigen vermogen dan grote ondernemingen.



Figuur 4: Eigen vermogen bij verzameling ondernemingen

Bij de analyse per sector, wordt er slechts in twee sectoren, namelijk de hout- en de kantoorsector, een significant verschil waargenomen. In de houtsector is dit verschil waarneembaar bij een betrouwbaarheidsinterval van 95% en in de kantoorsector bij een betrouwbaarheidsinterval van 90%. In de kantoorsector kan hetzelfde patroon worden waargenomen als wanneer de volledige groep van ondernemingen wordt beschouwd. Wanneer echter bij de houtsector de gegevens in de kolom 'Mean Rank' worden vergeleken, wordt er een geheel ander resultaat bekomen. Uit deze resultaten blijkt echter dat net kleine ondernemingen hun groei meer financieren door middel van eigen vermogen dan grote ondernemingen. Er valt hier ook op te merken dat er in de houtsector een negatief percentage wordt bekomen.

Tabel 9: Resultaten eigen vermogen

Eigen vermogen	Klein	Groot
Alle ondernemingen	9,00%	16,80%
Hout	19,01%	-64,60%
Kantoor	12,96%	37,35%

Aangezien er twee tegenstrijdige resultaten zijn bekomen, kan er geen eenduidige conclusie worden getrokken in verband met gebruik van eigen vermogen.

3.2.1.1 Interne financiering

Zoals eerder vermeld wordt interne financiering gemeten door de som van over overgedragen winst en reserves. Nadat de analyses zijn uitgevoerd, blijkt er geen significant verschil in gebruik van interne financiering waarneembaar te zijn tussen kleine en grote ondernemingen

wanneer alle ondernemingen worden beschouwd. Er is echter wel in enkele sectoren een significant verschil waarneembaar namelijk, in de houtsector en de metaalsector.

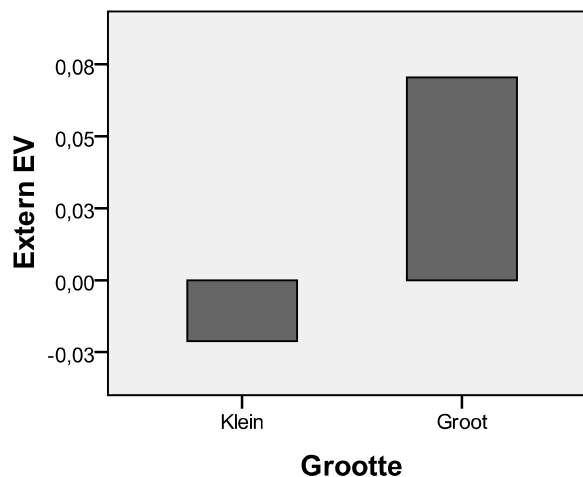
Tabel 10: Resultaten interne financiering

Interne financiering	Klein	Groot
Hout	15,02%	-48,27%
Metaal	21,26%	41,25%

In de houtsector is dit verschil waarneembaar bij een betrouwbaarheidsinterval van 95%. In de metaalsector is dit pas waarneembaar bij een betrouwbaarheidsinterval van 90%. Wanneer naar de kolom 'Mean Rank' van interne financiering wordt gekeken, kan er worden vastgesteld dat in de houtsector kleine ondernemingen hun groei meer financieren met interne financiering dan grote ondernemingen. In de metaalsector kan het tegenovergestelde worden vastgesteld. Uit deze resultaten kan dus geen eenduidige conclusie worden getrokken.

3.2.1.2 Extern eigen vermogen

Eerder werd al aangehaald dat extern eigen vermogen wordt bepaald door de som van kapitaal en uitgiftepremies. Wanneer de analyse van de verzameling van alle ondernemingen wordt bekeken, kan worden geconcludeerd dat er een significant verschil is tussen kleine en grote ondernemingen. Aan de hand van de kolom 'Mean Rank' kan vervolgens worden afgeleid dat kleine ondernemingen hun groei minder financieren door middel van extern eigen vermogen dan grote ondernemingen.



Figuur 5: Extern eigen vermogen bij verzameling ondernemingen

In tabel 11 zijn de resultaten van de analyse per sector samengevat. In alle sectoren vermeld in de tabel is een significant verschil waarneembaar tussen de kleine en de grote ondernemingen betreffende financiering van hun groei door middel van extern eigen vermogen. Wanneer de kolom 'Mean Rank' per sector wordt bekeken, is er in elke sector hetzelfde patroon terug te vinden, namelijk dat kleine ondernemingen hun groei minder financieren door middel van extern eigen vermogen dan grote ondernemingen.

Tabel 11: Resultaten extern eigen vermogen

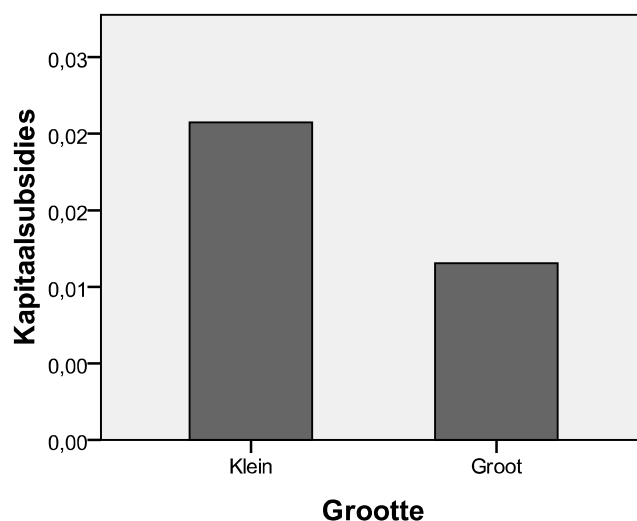
Extern EV	Klein	Groot
Alle ondernemingen	-2,12%	7,05%
Machines	3,61%	20,47%
Detail	1,10%	17,37%
Hotel	3,37%	8,68%
Transport	-3,79%	10,67%
Kantoor	0,65%	10,86%

Algemeen kan er worden geconcludeerd dat kleine ondernemingen minder gebruik maken van extern eigen vermogen ter financiering van hun groei dan grote ondernemingen.

3.2.1.3 Kapitaalsubsidies

Eerder werd al aangehaald dat kapitaalsubsidies een hele specifieke vorm van financieren is. Doordat het een financieringsbron is waar ieder jaar door boekhoudkundige redenen een gedeelte van afvloeit, zijn de resultaten niet eenvoudig te interpreteren. Daarnaast is het opmerkelijk dat het een financieringsbron is die in weinige ondernemingen wordt aangewend. Van de 21723 kleine ondernemingen zijn er slechts 2566 ondernemingen die gebruik maken van deze financieringsbron. Van de 1497 grote ondernemingen zijn er slechts 553 ondernemingen die hiervan gebruik maken.

Wanneer de volledige groep van ondernemingen wordt beschouwd, is er wel degelijk een significant verschil is tussen kleine en grote ondernemingen waarneembaar. Wanneer kolom 'Mean Rank' wordt bestudeerd, kan worden geconcludeerd dat kleine ondernemingen meer gebruik maken van kapitaalsubsidies om hun groei te financieren.



Figuur 6: Kapitaalsubsidies bij verzameling ondernemingen

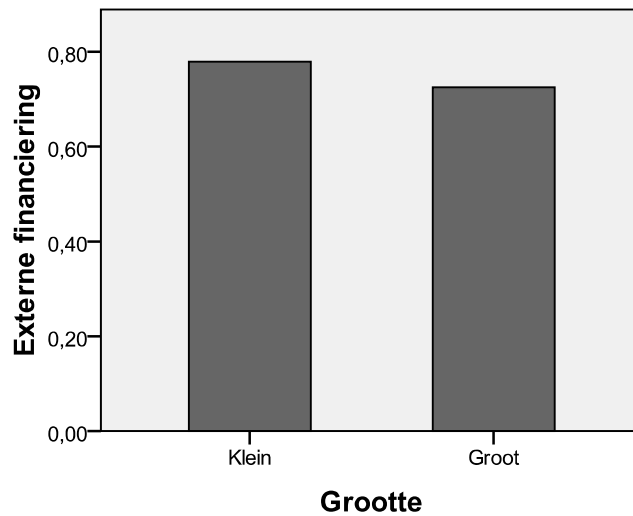
De analyse per sector toont nogmaals wat aan dat al aangetoond is bij de verzameling van alle ondernemingen. Bij een betrouwbaarheidsinterval van 95% wordt er in twee sectoren een significant verschil vastgesteld. Uit de analyse kan ook worden vastgesteld dat kleine ondernemingen hun groei meer financieren door middel van kapitaalsubsidies dan grote ondernemingen. Er kan dus een algemene conclusie worden getrokken in verband met kapitaalsubsidies, namelijk dat deze meer aangewend worden in kleine ondernemingen ter financiering van hun groei.

Tabel 12: Resultaten kapitaalsubsidies

Kapitaalsubsidies	Klein	Groot
Alle ondernemingen	2,07%	1,15%
Voeding	2,32%	0,93%
Papier	2,84%	0,33%

3.2.2 Externe financiering

Externe financiering beschouwt extern eigen vermogen en extern vreemd vermogen samen. Binnen een betrouwbaarheidsinterval van 95% is er geen significant verschil waarneembaar bij de verzameling van alle ondernemingen. Wanneer echter binnen een betrouwbaarheidsinterval van 90% wordt gekeken, is er wel een significant verschil. Uit deze analyse kan worden afgeleid dat kleine ondernemingen hun groei meer financieren door externe middelen dan grote ondernemingen.



Figuur 7: Externe financiering bij verzameling ondernemingen

Als iedere sector afzonderlijk wordt beschouwd, kan in drie sectoren een significant verschil worden waargenomen. Bij de hout- en kantoorsector binnen een betrouwbaarheidsinterval van 95% en bij de metaalsector binnen een betrouwbaarheidsinterval van 90%. Wanneer de 'Mean Rank' bij elke sector wordt vergeleken, wijst dit bij de kantoor- en metaalsector uit dat kleine ondernemingen meer gebruikmaken van externe financiering voor hun groei dan grote ondernemingen. Net zoals bij interne financiering, is in de houtsector een ander patroon waar te nemen, namelijk dat grote ondernemingen meer externe middelen gebruiken ter financiering van hun groei. Net zoals bij interne financiering, kan er ook hier geen eenduidige conclusie worden getrokken.

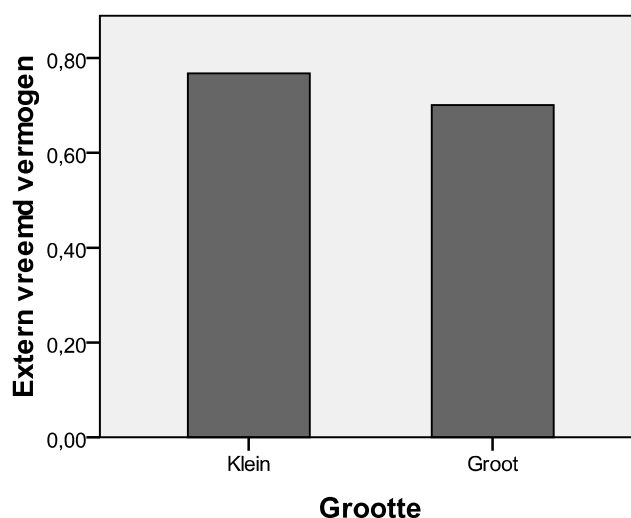
Tabel 13: Resultaten externe financiering

Externe financiering	Klein	Groot
Hout	82,26%	171,39%
Kantoor	94,53%	52,53%
Alle ondernemingen	77,91%	72,50%
Metaal	76,45%	55,32%

3.2.3 Extern vreemd vermogen

Extern vreemd vermogen omvat alle schulden die de onderneming heeft. Wanneer de volledige groep van ondernemingen wordt beschouwd, kan er een significant verschil worden waargenomen tussen grote en kleine ondernemingen. Kleine ondernemingen financieren gemiddeld 76,78% van hun groei door middel van extern vreemd vermogen. Grote ondernemingen daarentegen financieren slechts 70,05% van hun groei door middel van extern

vreemd vermogen. Hieruit kan worden geconcludeerd dat kleine ondernemingen meer gebruik maken van extern vreemd vermogen dan grote ondernemingen.



Figuur 8: Extern eigen vermogen bij verzameling ondernemingen

Wanneer sector per sector wordt gekeken, is er een inconsistentie waar te nemen. In de kantoorsector kan hetzelfde worden waargenomen als wanneer alle ondernemingen worden beschouwd. Het verschil in percentages is hier zelfs nog opmerkelijker dan bij de verzameling van alle ondernemingen. In de houtsector daarentegen blijkt uit de percentages dat grote ondernemingen hun groei net meer financieren door middel van extern eigen vermogen dan kleine ondernemingen.

Tabel 14: Resultaten extern vreemd vermogen

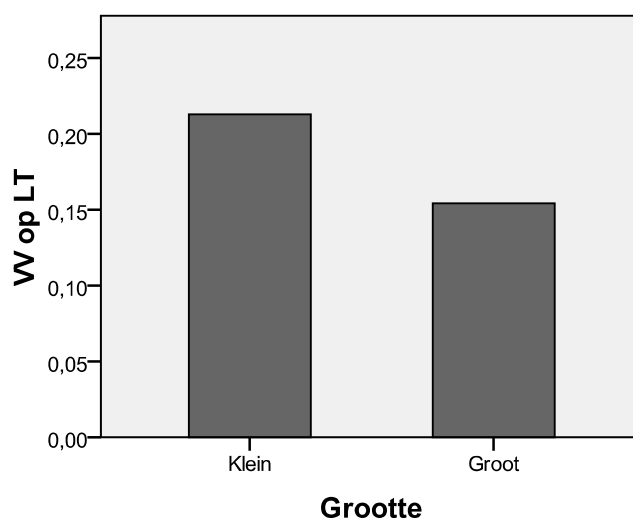
Extern VV	Klein	Groot
Alle ondernemingen	76,78%	70,05%
Hout	79,09%	170,95%
Kantoor	86,92%	34,28%

Door de inconsistentie eerder vermeld, is op dit moment geen eenduidige conclusie te trekken over het gebruik van deze financieringsbron.

3.2.3.1 Vreemd vermogen op lange termijn

Uit de verzameling van alle ondernemingen blijkt een significant verschil tussen kleine en grote ondernemingen bij het gebruik van vreemd vermogen op lange termijn. Zoals in figuur 9 kan

worden waargenomen financieren kleine ondernemingen hun groei meer door middel van vreemd vermogen op lange termijn dan grote ondernemingen.



Figuur 9: Vreemd vermogen op lange termijn bij verzameling ondernemingen

Net zoals bij de verzameling van alle ondernemingen, kan er ook een significant verschil worden vastgesteld in vier sectoren. In de metaal- kantoor , transport- en hotelsector kan aan de hand van de kolom 'Mean Rank' worden geconcludeerd dat kleine ondernemingen meer gebruik maken van financiering door middel van vreemd vermogen op lange termijn. In de houtsector is echter het tegenovergestelde vast te stellen. Grote ondernemingen maken in deze sector meer gebruik van vreemd vermogen op lange termijn ter financiering van hun groei dan kleine ondernemingen.

Tabel 15: Resultaten vreemd vermogen op lange termijn

VV op LT	Klein	Groot
Alle ondernemingen	21,29%	15,41%
Metaal	15,98%	-6,91%
Kantoor	13,22%	2,08%
Transport	49,98%	29,85%
Hout	15,20%	78,44%
Hotel	49,98%	29,59%

Uit het voorgaande kan geen algemeen besluit worden getrokken aangezien in de houtsector een ander patroon waarneembaar is dan in de overige sectoren. Wanneer enkel wordt gekeken naar deze sectoren en de verzameling van alle ondernemingen waar de analyse een significant verschil aangeeft bij een betrouwbaarheidsinterval van 95%, kan een conclusie worden

getrokken. Kleine ondernemingen maken meer gebruik van vreemd vermogen op lange termijn dan grote ondernemingen.

3.2.3.2 Vreemd vermogen op korte termijn

Er is geen significant verschil waarneembaar bij de verzameling van alle ondernemingen. Als daarentegen wordt gekeken per sector, is er in twee sectoren een significant verschil waar te nemen, namelijk in de houtsector en in de papiersector. In beide sectoren is dit significant verschil geconstateerd bij een betrouwbaarheidsinterval van 95%.

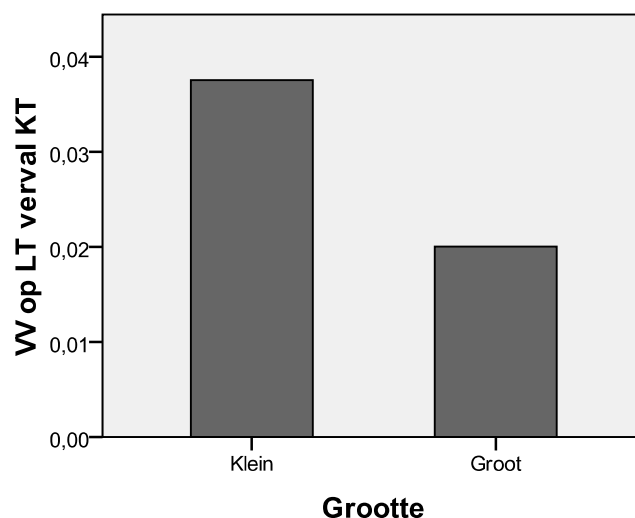
Tabel 16: Resultaten vreemd vermogen op korte termijn

VV op KT	Klein	Groot
Hout	59,47%	137,90%
Papier	83,53%	-15,63%

Wanneer de 'Mean Rank' worden vergeleken tussen kleine en grote ondernemingen, kan worden geconstateerd dat in de houtsector kleine ondernemingen minder gebruik maken van vreemd vermogen op korte termijn. In de papiersector daarentegen maken kleine ondernemingen net meer gebruik van vreemd vermogen op korte termijn dan grote ondernemingen. In het algemeen, kan er dus geen conclusie worden getrokken uit deze analyses.

3.2.3.3 Vreemd vermogen op lange termijn die op korte termijn vervallen

Dit is één van de weinige financieringsbronnen waar er in vele sectoren een significant verschil waarneembaar is. Eerst en vooral is er een significant verschil wanneer de groep van alle ondernemingen wordt beschouwd. Zoals in figuur 10 kan worden vastgesteld, zijn het ook bij deze financieringsbron de kleine ondernemingen die er meer gebruik van maken ter financiering van hun groei.



Figuur 10: Vreemd vermogen op lange termijn verval op korte termijn bij verzameling ondernemingen

In tabel 17 worden de sectoren waar er een significant verschil is vastgesteld tussen kleine en grote ondernemingen weergegeven. In de eerste zes sectoren, namelijk de voeding-, chemie-, kantoor, detail, hotel- en transportsector, is dit significant verschil waargenomen bij een betrouwbaarheidsinterval van 95%. In de drie andere sectoren, namelijk hout-, machine- en metaalsector, is dit significant verschil slechts waargenomen bij een betrouwbaarheidsinterval van 90%. Wanneer de kolom 'Mean Rank' per sector wordt bekeken, kan in elke sector op één na hetzelfde patroon worden teruggevonden, namelijk dat kleine ondernemingen hun groei meer financieren door middel van vreemd vermogen op lange termijn die op korte termijn vervalt dan grote ondernemingen. In de houtsector is echter aan de hand van 'Mean Rank' vast te stellen dat grote ondernemingen meer gebruiken van deze vorm van financieren dan kleine ondernemingen.

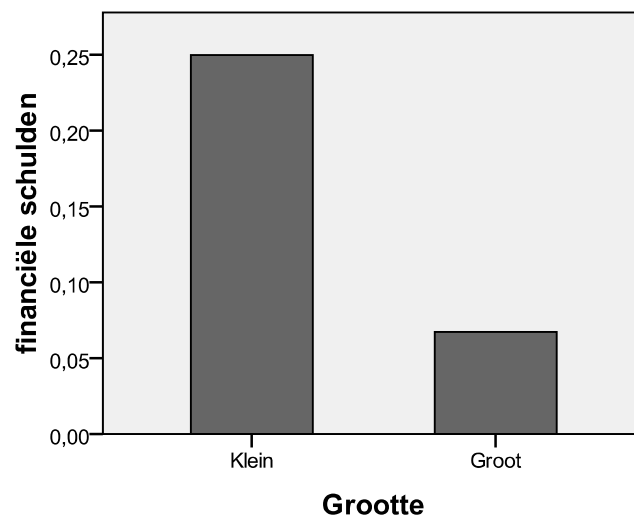
Tabel 17: Resultaten vreemd vermogen op lange termijn verval op korte termijn

VV op LT verval KT	Klein	Groot
Alle ondernemingen	3,76%	2,00%
Voeding	4,98%	2,22%
Chemie	1,80%	0,93%
Kantoor	4,51%	0,67%
Detail	3,11%	0,72%
Hotel	6,90%	0,15%
Transport	8,48%	1,78%
Hout	1,92%	23,14%
Machines	2,73%	-0,69%
Metaal	3,02%	-0,03%

Aan de hand van het bovenstaande, kan er geen algemene conclusie worden getrokken. Wanneer een betrouwbaarheidsinterval van 95% wordt gehanteerd kan worden besloten dat kleine ondernemingen zich meer financieren door middel van vreemd vermogen op lange termijn die op korte termijn vervalt dan grote ondernemingen.

3.2.3.4 Financiële schulden

De analyse van de verzameling van alle onderneming toont aan dat er een significant verschil bestaat tussen kleine en grote ondernemingen, wanneer de financiële schulden worden bestudeerd. Verder toont deze analyse ook aan dat kleine ondernemingen hun groei meer financieren aan de hand van financiële schulden dan grote ondernemingen.



Figuur 11: Financiële schulden bij verzameling ondernemingen

Wanneer per sector wordt gekeken, is er in vier sectoren een significant verschil vast te stellen. In alle sectoren is dit waarneembaar bij een betrouwbaarheidsinterval van 95%. Bij de vergelijking van de kolom 'Mean Rank', kan er een inconsistentie worden vastgesteld, namelijk in de houtsector kan worden waargenomen dat grote ondernemingen hun groei meer financieren door middel van financiële schulden dan kleine ondernemingen. In de overige sectoren is het omgekeerde waar te nemen.

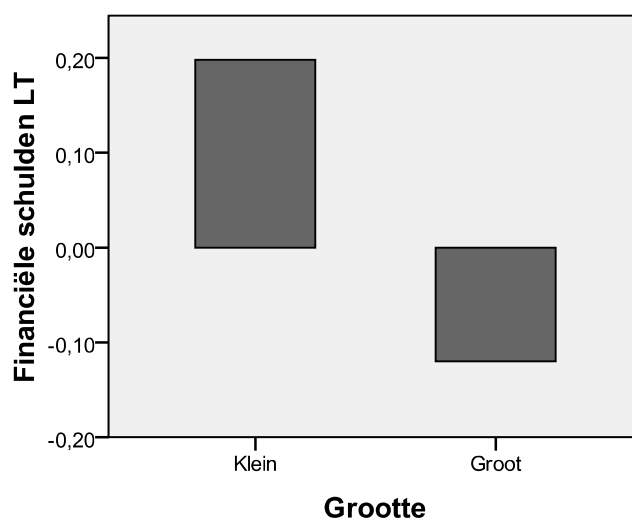
Tabel 18: Resultaat financiële schulden

Financiële schulden	Klein	Groot
Alle ondernemingen	24,99%	6,73
Hout	15,11%	62,33%
Metaal	13,56%	-11,89%
Kantoor	13,89%	1,21%
Transport	32,44%	19,49%

Nogmaals kan er geen conclusie worden getrokken, omdat één van de sectoren een tegenovergesteld resultaat weergeeft.

3.2.3.4.1 Financiële schulden op lange termijn

Zoals al bij het voorgaande duidelijk was, financieren kleine ondernemingen een groot deel van hun groei door middel van financiële schulden. Ook uit de analyse van financiële schulden op lange termijn blijkt er een significant verschil tussen kleine en grote ondernemingen. Zoals in de figuur 12 blijkt, financieren kleine ondernemingen hun groei meer door middel van financiële schulden op lange termijn dan grote ondernemingen.



Figuur 12: Financiële schulden op lange termijn bij verzameling ondernemingen

Wanneer de analyse per sector wordt uitgevoerd, kan er ook hier in meerdere sectoren een significant verschil worden waargenomen. In de eerste vier sectoren, namelijk de kantoor-, transport- en metaal- en detailsector, wordt dit significant verschil vastgesteld bij een betrouwbaarheidsinterval van 95%. In de twee laatste sectoren, namelijk de hotel- en houtsector, wordt het significante verschil pas waargenomen bij een betrouwbaarheidsinterval

van 90%. Net zoals bij de verzameling van alle ondernemingen kan in op één na al deze sectoren hetzelfde patroon worden waargenomen, namelijk dat kleine ondernemingen hun groei meer financieren door middel van financiële schulden op lange termijn dan grote ondernemingen. In de houtsector kan echter worden vastgesteld dat kleine ondernemingen net minder gebruik maken van financiële schulden op lange termijn ter financiering van hun groei dan grote ondernemingen.

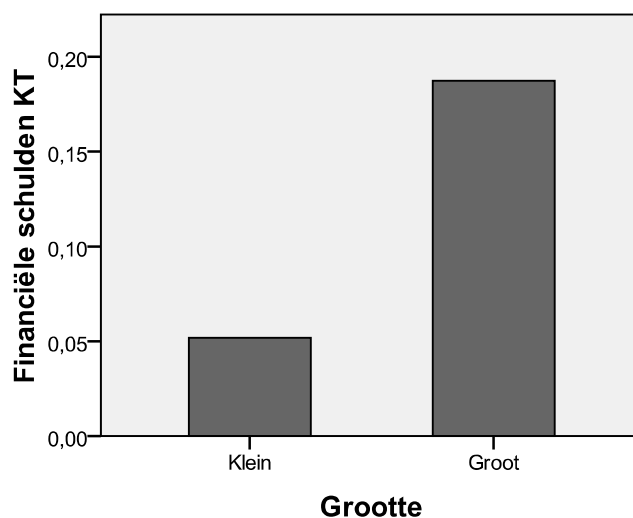
Tabel 19: Resultaten financiële schulden op lange termijn

Financiële schuld LT	Klein	Groot
Alle ondernemingen	19,81%	-12,00%
Metaal	10,47%	-3,21%
Kantoor	8,51%	-7,40%
Detail	19,61%	-5,74%
Transport	29,95%	17,52%
Hout	11,20%	70,00%
Hotel	39,24%	15,86%

Ook bij de financieringsbron kan geen eenduidig besluit worden getrokken aangezien er één sector, de houtsector, een ander resultaat weergeeft. Wanneer er echter enkel naar het betrouwbaarheidsinterval van 95% wordt gekeken, kan worden geconcludeerd dat kleine ondernemingen meer gebruik maken van financiële schulden op lange termijn ter financiering van hun groei dan grote ondernemingen.

3.2.3.4.2 Financiële schulden op korte termijn

Bij de financiële schulden op korte termijn is er ook een significant verschil waarneembaar wanneer de volledige groep van ondernemingen wordt beschouwd. Hoewel financiële schulden op lange termijn meer worden aangewend door kleine ondernemingen, blijkt dat financiële schulden op korte termijn meer worden aangewend door grote ondernemingen.



Figuur 13: Financiële schulden op korte termijn bij verzameling ondernemingen

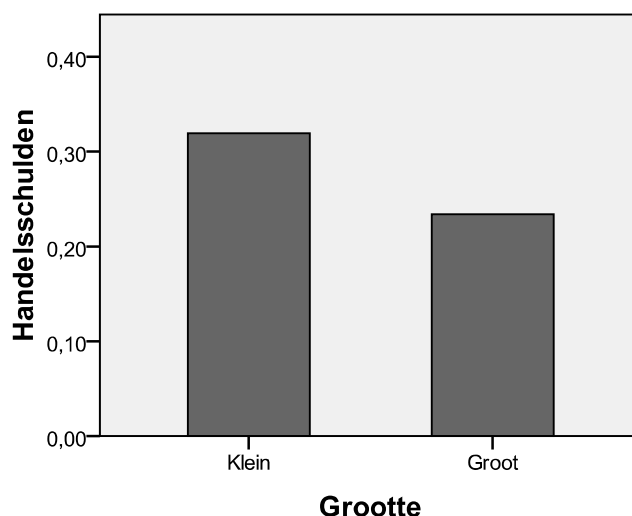
Bij de analyse per sector kan er slechts in twee sectoren, de machine- en de kledingsector, een significant verschil worden vastgesteld. Wanneer de percentages van deze sectoren worden bekeken, blijkt wel dat deze in dezelfde richting wijzen als bij de verzameling van alle ondernemingen. Er kan dus worden geconcludeerd dat grote ondernemingen hun groei meer financieren door middel van financiële schulden op korte termijn dan kleine ondernemingen.

Tabel 20: Resultaten financiële schulden op korte termijn

Financiële schuld KT	Klein	Groot
Alle ondernemingen	5,17%	18,73%
Machines	-3,55%	18,79%
Kleding	8,57%	18,95%

3.2.3.5 Handelsschulden

Bij de verzameling van alle ondernemingen, wordt een significant verschil vastgesteld tussen kleine en grote ondernemingen. Bij een verdere analyse kan worden aangetoond dat kleine ondernemingen hun groei meer financieren door middel van handelsschulden dan grote ondernemingen.



Figuur 14: Handelsschulden bij verzameling van ondernemingen

Bij de analyse per sector kan in vier sectoren een significant verschil worden waargenomen. In de bouwsector bij een betrouwbaarheidsinterval van 95% en in de mijn-, papier- en reparatiesector bij een betrouwbaarheidsinterval van 90%. In al deze sectoren bekomt de analyse hetzelfde patroon dat is vast te stellen wanneer de volledige groep van ondernemingen wordt beschouwd. Er kan dus als algemeen besluit worden gesteld dat kleine ondernemingen hun groei meer financieren door middel van handelsschulden dan grote ondernemingen.

Tabel 21: Resultaten handelsschulden

Handelsschulden	Klein	Groot
Alle ondernemingen	31,93%	23,40%
Bouw	39,18%	31,78%
Mijn	26,10%	10,99%
Reparatie	46,84%	22,04%
Papier	26,38%	19,97%

3.2.3.6 Schulden aan belastingen, bezoldigingen en sociale lasten

Wanneer de volledige groep van ondernemingen wordt beschouwd, wordt er geen significant verschil bekomen. Wanneer per sector wordt geanalyseerd, is er slechts één sector, namelijk de transportsector, waar een significant verschil wordt waargenomen. Dit significant verschil is slechts meetbaar bij een betrouwbaarheidsinterval van 90%.

Tabel 22: Resultaten schulden belastingen en, belastingen en sociale lasten

Schulden aan bel,...	Klein	Groot
Transport	6,53%	10,35%

De transportsector mag dan nog een relatief grote sector zijn, toch kan aan de hand van dit resultaat niet worden geconcludeerd dat dit een algemeen besluit is, geldend voor alle ondernemingen.

Hoofdstuk 4: Conclusie

Aan de hand van het gevoerde empirisch onderzoek werden er al enkele conclusies getrokken. Wanneer alle gegevens tezamen worden bekeken, kunnen er verder nog meer conclusies worden geformuleerd. De volgende alinea's zijn dan ook gebaseerd op wat algemeen kan gesteld worden op basis van het empirisch onderzoek.

Eerst en vooral bleek al duidelijk dat kleine ondernemingen minder zijn gegroeid dan grote ondernemingen. Dit is tevens het antwoord op *hypothese 1*. De vraag is nu hoe kleine ondernemingen ten opzichte van grote ondernemingen hun groei financieren. Bij enkele financieringsbronnen kan hier moeilijk een besluit worden getrokken, aangezien de resultaten tegenstrijdig zijn naargelang sector. Het is echter opmerkelijk dat bij de financieringsbronnen - waar geen eenduidige conclusie kan worden getrokken - steeds de houtsector de tegenstrijdige sector vormt. In tabel 23 zijn de resultaten van de houtsector terug te vinden.

Tabel 23: Resultaten houtsector

	Klein	Groot
Eigen vermogen	19,01%	-64,60%
Interne financiering	15,02%	-48,27%
Externe financiering	82,26%	171,39%
Extern VV	79,09%	170,95%
Schulden LT	15,20%	78,44%
Schulden KT	59,47%	137,90%
Schulden op LT vervallen KT	1,92%	23,14%
Financiële schulden	15,11%	62,33%
Financiële schulden LT	11,20%	70,00%

Uit voorgaande tabel kan duidelijk worden afgeleid dat grote ondernemingen in de houtsector een sterke daling van financiering door middel van eigen vermogen hebben ondergaan. Daar tegenover ontstaat de logische sterke stijging in aanwending van externe vreemd vermogen. Een verklaring hiervoor is moeilijk te geven. Een logische verklaring zou zijn dat de houtsector een sterke daling van de winstgevendheid heeft gekend. Toch blijkt uit verdere analyses dat dit niet het geval is. Opmerkelijk is wel dat er slechts een klein aantal grote ondernemingen, in de houtsector zijn, namelijk 10. Wanneer deze gegevens worden bestudeerd, kan worden vastgesteld dat er enkele ondernemingen met extreme waarden zijn. De resultaten zijn hierdoor mogelijk in grote mate beïnvloed. Er zijn nog sectoren met een klein aantal grote

ondernemingen, namelijk de leder- en confectiesector en de optische industrie. In deze sectoren zijn er geen significante resultaten.

Wanneer de houtsector buiten beschouwing wordt gelaten bij het trekken van conclusies, kunnen er al onmiddellijk meer conclusies worden getrokken. In de volgende tabel een overzicht van de verschillende conclusies.

Tabel 24: Algemene resultaten houtsector buiten beschouwing

Financieringsbron	Meest voor financiering van groei gebruikt door:
Eigen vermogen	Grote ondernemingen
Interne financiering	Grote ondernemingen
Extern eigen vermogen	Grote ondernemingen
Kapitaalsubsidies	Kleine ondernemingen
Externe financiering	Kleine ondernemingen
(Extern) vreemd vermogen	Kleine ondernemingen
Vreemd vermogen op lange termijn	Kleine ondernemingen
Vreemd vermogen op korte termijn	Kleine ondernemingen
Vreemd vermogen op lange termijn verval korte termijn	Kleine ondernemingen
Financiële schulden	Kleine ondernemingen
Financiële schulden op lange termijn	Kleine ondernemingen
Financiële schulden op korte termijn	Grote ondernemingen
Handelsschulden	Kleine ondernemingen
Schulden op bezoldigingen, belastingen en sociale lasten	Geen verschil

Bovenstaande schept een beeld van de resultaten van de analyse, waarin de resultaten van de houtsector worden weggelaten. Aangezien de houtsector een volledig ander patroon van financiering heeft dan alle andere sectoren, zullen zij ook een invloed hebben op het resultaat dat men bekomt wanneer de volledige groep van ondernemingen wordt beschouwd. Om de invloed hiervan aan te tonen, kan een analyse worden uitgevoerd van de volledige groep van ondernemingen met uitzondering van de houtsector. In bijlage 6 staat de uitgevoerde analyse en in tabel 25 is een samenvatting van het bekomen resultaat terug te vinden.

Tabel 25: Resultaten verzameling van ondernemingen zonder hout versus met hout

	Zonder houtsector		Met houtsector	
	Klein	Groot	Klein	Groot
Groei	4,47%	6,06%	4,70%	5,89%
Eigen vermogen	21,33%	26,79%	9%	16,80%
Interne financiering	19,34%	24,36%	/	/
Extern eigen vermogen	-1,76%	7,19%	-2,12%	7,05%
Kapitaalsubsidies	1,22%	0,10%	2,07%	1,15%
Externe financiering	79,07%	72,58%	76,78%	70,05%
(Extern) vreemd vermogen	77,54%	71,76%	76,78%	70,05%
Vreemd vermogen op LT	22,01%	14,84%	21,29%	15,41%
Vreemd vermogen op KT	/	/	/	/
Vreemd vermogen op KT vervallen KT	3,87%	1,88%	3,76%	2,00%
Financiële schulden	22,41%	19,42%	24,99%	6,73%
Financiële schulden op LT	17,02%	9,41%	19,81%	6,73%
Financiële schulden op KT	3,85%	8,24%	5,17%	18,73%
Handelsschulden	31,18%	23,84%	31,93%	23,40%
Schulden van belastingen,...	/	/	/	/

Door het buiten beschouwing laten van de houtsector wordt er een ander resultaat bekomen. In vergelijking met wanneer de volledige groep van ondernemingen werd beschouwd, wordt er nu een significant verschil waargenomen, waaruit voortvloeit dat grote ondernemingen meer gebruik maken van interne financiering dan kleine ondernemingen. Daarnaast is bij externe financiering een significant verschil waar te nemen bij een betrouwbaarheidsinterval van 95%, waar dat voorheen slechts bij een betrouwbaarheidsinterval van 90% was. Er blijven echter twee financieringsbronnen, namelijk vreemd vermogen op korte termijn en schulden van belastingen, bezoldigingen en sociale lasten, waarover aan de hand van deze data geen conclusie kan worden getrokken.

Wanneer de hypothesen, eerder geformuleerd, worden vergeleken met de resultaten van de uitgevoerde analyses, komen deze niet altijd overeen. Tabel 26 weergeeft aan welke hypothesen is voldaan en aan welke niet.

Tabel 26: Antwoord op hypothesen

Hypothese 1: Groei	Voldaan
Hypothese 2: Interne financiering	Niet voldaan
Hypothese 3: Extern eigen vermogen	Voldaan
Hypothese 4: Vreemd vermogen op LT	Niet voldaan
Hypothese 5: Vreemd vermogen op KT	Voldaan
Hypothese 6: Handelsschulden	Voldaan
Hypothese 7: Financiële schulden	Niet voldaan

Algemeen blijkt uit de bovenstaande analyses dat grote ondernemingen hun groei meer financieren door middel van interne financiering dan kleine ondernemingen. Daarnaast financieren grote ondernemingen hun groei deels door middel van extern eigen vermogen. Zij hebben dus een betere toegang tot nieuw aandelenkapitaal. Zoals in de literatuur vermeldt, kan kapitaal ontstaan door onderhandse uitgifte van aandelen en door publieke uitgifte van aandelen. Aangezien de ondernemingen die op de beurs genoteerd staan niet in de dataset zijn opgenomen, is de stijging van het kapitaal niet te wijten aan een publieke uitgifte van aandelen.

Het is merkwaardig dat kleine ondernemingen zich net minder financieren door middel van interne financiering ten opzichte van grote ondernemingen, dit in tegenstelling tot wat de literatuur laat uitschijnen. Wanneer interne financiering wordt ontleed in enerzijds reserves en anderzijds overgedragen winst, kan er worden geconcludeerd dat er een significant verschil is in financiering door middel van overgedragen winst. Wanneer de winstgevendheid jaar na jaar wordt bestudeerd, kan er worden vastgesteld dat grote ondernemingen winstgevender zijn dan kleine ondernemingen. Grote ondernemingen zullen zich meer gebruik maken van interne financiering aangezien ze winstgevender zijn dan kleine ondernemingen.

De financiering door middel van extern eigen vermogen daarentegen sluit aan bij wat in de literatuur wordt aangehaald. De vaststelling dat grote ondernemingen meer gebruik maken van extern eigen vermogen ter financiering van hun groei, ligt dus mogelijk aan de verschillende factoren aangehaald in de literatuur. Grote ondernemingen hebben meer toegangsmogelijkheden doordat ze transparanter zijn. Daarnaast hebben zij het voordeel van asymmetrisch informatie en ze dragen minder risico met zich mee.

Wanneer wordt gekeken naar de manier waarop kleine ondernemingen hun groei financieren, kan algemeen worden gesteld dat dit gebeurt door middel van schuldfinanciering. Niet alleen maken kleine ondernemingen over het algemeen het meeste gebruik van (extern) vreemd vermogen. Ook als naar de onderverdeling van schuldfinanciering wordt gekeken, nemen zij overal de bovenhand. Enkel financiering op korte termijn wordt vaker door grote

ondernemingen aangewend dan door kleine ondernemingen. Er dient wel opgemerkt dat er enkel een significant verschil waarneembaar is in de papiersector wanneer de financiering door middel van vreemd vermogen op korte termijn wordt beschouwd. Het is dus niet correct te veronderstellen dat dit zou gelden voor alle ondernemingen.

Zoals in tabel 26 wordt weergegeven, is aan enkele hypothesen in verband met schuldfinanciering niet voldaan. Zo blijkt uit het onderzoek dat grote ondernemingen net minder gebruik maken van vreemd vermogen en financiële schulden op lange termijn ter financiering van hun groei dan kleine ondernemingen. Er is hier dus geen overeenstemming tussen hetgeen aangetoond in de literatuur en de resultaten van deze analyse. De oorzaak hiervan kan mogelijk aan twee factoren worden gewijd. Enerzijds de datering van de literatuur en anderzijds de afkomst van de literatuur. Door de vele overheidstussenkomsten die de laatste jaren zijn ontstaan, is de drempel naar schuldfinanciering voor kleine ondernemingen verlaagd. In de literatuur werden al enkele van deze tussenkomsten opgesomd onder meer op federaal niveau Starteo en Business Angel+ en op Vlaams niveau win-winstlening en waarborgregeling. Deze tussenkomsten worden in de internationale literatuur niet in rekenschap gehouden en, door de vaak recente invoer van deze regels, niet opgenomen in ouder gedateerde literatuur.

Het gebruik van handelsschulden komt overeen met wat de literatuur beweert. Kleine ondernemingen maken hier meer gebruik van aangezien het een eenvoudig te verkrijgen financieringsbron is. Het gebruik van financiële schulden daarentegen voldoet niet aan hetgeen naar voor komt in de literatuur. Kleine ondernemingen gaan meer gebruik maken van financiële schulden ter financiering van hun groei in vergelijking met grote ondernemingen. De verklaring hiervoor werd al in de vorige alinea aangehaald. Door de invoer van de verschillende overheidsmaatregelen, hebben kleine ondernemingen meer toegang tot financiële schulden gekregen.

Tot slot nog de resultaten van enkele financieringsbronnen niet eerder aangehaald. Uit de gevoerde analyses blijkt dat eigen vermogen meer wordt aangewend door grote ondernemingen dan door kleine ondernemingen. Dit is een logisch gevolg van de vaststelling dat grote ondernemingen ook meer gebruik maken van interne financiering en extern eigen vermogen. Er kan ook worden vastgesteld dat kleine ondernemingen meer gebruik maken van externe financiering. Externe financiering bestaat grotendeels uit extern vreemd vermogen. Dit verklaart waarom externe financiering meer door kleine ondernemingen wordt aangewend dan door grote ondernemingen ter financiering van hun groei. De analyse toont verder ook aan dat kapitaalsubsidies meer worden aangewend door kleine ondernemingen dan door grote ondernemingen. Er kan geen besluit worden getrokken betreffende schulden aan belastingen,

bezoldigingen en sociale lasten. Er is slecht één sector waarbij er een significant verschil is vastgesteld.

Uit de analyse kan dus worden geconcludeerd dat er wel degelijk een verschil bestaat tussen kleine en grote ondernemingen wanneer er wordt gekeken naar de financiering van hun groei.

Deel IV: Algemene conclusie en aanbevelingen

In dit deel van de eindverhandeling, wordt vooreerst een korte algemene conclusie getrokken waarna er enkele aanbevelingen worden geformuleerd omtrent dit onderwerp.

Hoofdstuk 1: Algemene conclusie

Aan de hand van het gevoerde onderzoek kan worden geconcludeerd dat grote ondernemingen procentueel meer groeien dan kleine ondernemingen. Wanneer de aangewende financieringsbronnen tussen kleine en grote ondernemingen wordt vergeleken, kan worden opgemerkt dat grote ondernemingen meer gebruik maken van enerzijds interne financiering en anderzijds extern eigen vermogen. Kleine ondernemingen maken dan weer voornamelijk gebruik van extern vreemd vermogen.

De verschillen in financiering tussen grote en kleine ondernemingen, kunnen verklaard worden aan de hand van de literatuur. Volgens de literatuur speelt ten eerste asymmetrische informatie een rol, een factor die centraal staat in de Pecking Order Theory. Daarnaast zijn er nog vier andere factoren die een rol spelen, namelijk transparantie, risico, schaalvoordeel en waarborgen en zekerheden.

Wanneer de bekomen resultaten nu specifiek worden vergeleken met de Pecking Order Theory, kunnen er bij beide categorieën van ondernemingen enkele overeenstemmingen met de voorspellingen van de theorie worden teruggevonden. Eerst en vooral wat het gebruik van extern eigen vermogen betreft. Dit is de laagste in rangorde voor ondernemingen met hoge informatie asymmetrie. Aangezien kleine ondernemingen een hoge informatie asymmetrie hebben, gaan zij weinig of geen gebruik maken van deze financieringsbron. Grote ondernemingen daarentegen hebben een lage informatie asymmetrie en maken wel ten dele gebruik van extern eigen vermogen. Dit komt ook naar voor in de analyse. Aldus hier de eerste overeenstemming. De middelste categorie in rangorde volgens de Pecking Order Theory is de schuldfinanciering, ook wel extern vreemd vermogen genoemd. Van de externe financiering is dit de vorm waarvan de prijs het minst beïnvloed wordt door informatie asymmetrie. Uit de analyse blijkt dat kleine ondernemingen meer gebruik maken van extern vreemd vermogen in vergelijking met grote ondernemingen. Dit stemt eveneens overeen om de Pecking Order Theory. Tot slot is volgens de Pecking Order Theory interne financiering de financieringsbron hoogst in rangorde. Volgens deze theorie zullen kleine ondernemingen meest geneigd zijn deze bron aan te wenden. Dit blijkt echter niet uit de analyse, die aantoonde dat grote ondernemingen meer gebruik maken van interne financiering dan kleine ondernemingen.

Wanneer naar de rol van de overheid wordt gekeken, blijkt dat kleine ondernemingen veel toegang hebben tot verschillende vormen van schuldfinanciering. Toch maken kleine ondernemingen opmerkelijk minder gebruik van extern eigen vermogen. Mogelijk kan de overheid hier nog een inspanning doen om deze toegang te verbreden. Een eerste inspanning in deze richting werd reeds geleverd door de invoering van de notionele intrestaftrek.

Hoofdstuk 2: Aanbevelingen voor verder onderzoek

Bij een volgend onderzoek zou het interessant zijn om eens te kijken naar wat de ondernemingen er zelf van vinden. Er kan de vraag worden gesteld of zij zelf ook vinden dat hun groei wordt beperkt door een gebrek aan financiële middelen. Mogelijk kan er ook een onderzoek worden gevoerd naar de factoren die zij aanhalen als oorzaak van hun beperkte groei. Het kan bijvoorbeeld zijn dat de ondernemingen niet willen groeien.

Daarnaast kan men ook onderzoeken welke financieringsbronnen nu exact het kapitaal bepalen. In de literatuurstudie werd aangehaald dat kapitaal uit verschillende facetten bestaat, onder meer uit financiering door institutionele beleggers. Om dit te kunnen onderzoeken zal er ook een bevraging moeten gebeuren bij de ondernemingen, omdat deze informatie niet verkrijgbaar is via BELFIRST.

Tot slot dient ook opgemerkt te worden dat Bazel II en de huidige financiële crisis waarschijnlijk nog geen invloed hebben op de hier bekomen resultaten. Bazel II is pas ingevoerd in 2007 en aangezien de gegevens van 2005, 2006 en 2007 zijn bestudeerd, bestaat de mogelijkheid dat Bazel II nog geen invloed heeft op deze data. Wanneer data van de komende jaren wordt bestudeerd kan dit mogelijk meer tot uiting komen. Het kan natuurlijk ook dat, zoals Aernoudt (2005) beweert, Bazel II geen invloed zal hebben op het verkrijgen van leningen door kleine ondernemingen. De financiële crisis langs zijn kant vindt, volgens het Observatorium voor Krediet aan vennootschappen, pas zijn weerslag in het derde kwartaal van 2008. De gegevens van 2008 zijn nog niet in deze analyse opgenomen, waardoor de financiële crisis waarschijnlijk nog geen weerslag heeft op de resultaten uit dit onderzoek. Wanneer men over enkele maanden of jaren hetzelfde onderzoek zou voeren, gaat dit waarschijnlijk een volledig ander resultaat geven. Het is dus zeker de moeite waard om dit nogmaals uit te voeren, aangezien dan pas de invloed van de financiële crisis duidelijk tot uiting zal komen.

Lijst van geraadpleegde werken

Artikels, wetenschappelijke werken en boeken

Aanbeveling 2003/361/EG (2003). Opgevraagd op 15 april, 2009, via http://www.iwt.be/downloads/algemeen/steun/kmo/KMO_definitie_EU_06052003.pdf

Aernoudt, R. (2005). *Bazel II: hoe er voordeel uit halen? Praktische gids voor ondernemingen en banken*. Antwerpen - Oxford: Intersentia.

Anderson, D.R., Sweeney, D.J., & Williams, T.A., (1997). *Statistiek voor economie en bedrijfskunde*. Den Haag: Academic Service.

Baugnet, V., & Wuyts, G., (2006). De rol van de aandelen in de financiering van de Belgische vennootschappen. *Economisch tijdschrift*, II, 37-50.

Beck T., & Demirgüç-Kunt, A., (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, 1-13.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2004). *Financing patterns around the World: are small firms different?*

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter? *The journal of finance*, LX (1), 137-177.

Berger, A.N., & Udell, G.F., (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22, 613-673.

Berger, A.N., & Udell, G.F., (2002) Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure. *Economic Journal*, 112, 32-53.

Berger, A.N., & Udell, G.F., (2006). A more complete conceptual framework for SMEs finance. *Journal of Banking & Finance*, 30, 2945-2966.

Boonstra, W. (2004). *Midden- en Kleinbedrijven goed gefinancierd*. Opgevraagd via <http://www.rabobankgroep.nl/download/0402wbo.pdf>.

Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V., (2002). *Firms as Financial Intermediaries: Evidence from Trade Credit Data*. Opgevraagd op 6 oktober, 2008, via http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2001/11/28/000094946_0111090402236/Rendered/PDF/multi0page.pdf.

Easley, D., & O'Hara, M., (2004). Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No. 4, 1553-1583.

Esteves, L.A., (2007). A Note Gibrat's Law, Gibrat's Legacy and Firm Growth: Evidence from Brazilian Companies. *Economics Bulletin*, Vol. 12, No. 19, 1-7.

Fama, E.F., & French, K.R., (2005) Financing decisions: who issues stock? *Journal of Financial Economics*, 76, 549-582.

Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Petersen, B.C., Blinder, A.S., & Poterba, J.M., (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economics Activity*, Vol. 1988, No.1, 141-206.

Flanders DC kenniscentrum, (2008). *Internationalization of SMEs*. Opgevraagd op 4 februari, 2009, via <http://www.flandersdc.be/view/nl/6033307-Internationalisering+van+K.M.O.'s.html>.

Frank, M.Z., & Goyal, V.K., (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.

Gieskens, J.H. (2005). Basel II en de blauwe ogen van de controller. *Tijdschrift controlling*, opgevraagd op 16 februari, 2009, via <http://www.credex.nl/downloads/BASEL%20II%20-%20Pentascop.pdf>.

Gregory, B.T., Rutherford, M.W., Oswald, S., & Gardiner, L., (2005). An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing. *Journal of Small Business Management*, 43 (4), 382-392.

Hall, B.H., (1987). The Relationship Between Firm Size and Firm Growth in the US Manufacturing Sector. *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 35, No. 4, 583-606.

Hall, G.C., Hutchinson, P.J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5) en (6), 711-728.

Huizingh, E., (2006). *Inleiding SPSS 14 voor Windows*. Den Haag: Academic Service.

- Ides, C. (2000). *De financiering van Belgische ondernemingen met eigen vermogen*. Universiteit Antwerpen, Antwerpen, Eindeverhandeling.
- Jorissen, A., Lybaert, N., Reyens, C., & Vanneste, J., (2004). *Financial Accounting*. Antwerpen : de boeck.
- KMO's dreigen hun kredieten duur te betalen. (2007,14 maart). *De Tijd*. Opgevraagd op 16 februari, 2009, via http://www.cefip.be/FILES/Documenten/NL/Kmo_s_dreigen_hun_kredieten_duur_te_betalen.pdf.
- Lamont, O., Polk, C., & Saá-Requejo, J. (2001). Financial Constraints and Stock Returns. *Te Review of Financial Studies*, Vol. 14, No 2, 529-554.
- Laveren, E., (2006). *KeFik-enquête, KMO-financiering 2006*. Opgevraagd op 1 december, 2008, via http://www.cefip.be/FILES/NL/2_1_octroi.html.
- Laveren, E., Engelen, P.J., Limère, A., & Vandemaele, S., (2004). *Handboek financieel beheer*. Antwerpen: Intersentia.
- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzel. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
- Myers, S.C., & Majluf, N.S., (1983). *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have*.
- Ooghe, H., Deloof, M., & Manigart, S., (2002). *Handboek bedrijfsfinanciering*. Antwerpen: Intersentia.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L., (1998). Why do companies go public ? An empirical analysis. *Journal of Finance*, 53, 27-64
- Petersen, M.A., & Rajan, R.G, (1997). Trade Credit: Theories and Evidence. *The Review of Financial Studies*, 661-674.
- Pissarides, F., (1999). Is Lack of Funds the Main Obstacle to Growth? EBRD's Experience with Small- and Medium-Sized Businesses in Central and Eastern Europe. *Journal of Business Venturing*, 14, 519-539.

Raedts, M., & Masui, C. (2007). *Van vraag tot tekst: Praktische leidraad voor literatuurverslagen*. Leuven: Acco

Sekaran, U., (2003). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. United States of America: John Wiley & Sons, Inc.

Shyman-Sunder, L., & Myers, S.C., (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.

Steijvers, T., Voordeckers, W., & Mercken, R., (2004). Kredietranstoening en evoluties in de kredietverlening: een theoretische analyse. *Tijdschrift voor Economie en Management*, Vol. XLIX,1.

Strahan, P.E. & Weston, J.P. (1998). Small business lending and the changing structure of the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 22, 821-845.

Strahan, P.E., (1999). *Borrower Risk and the Price and Nonprice Terms of Bank Loans*. Opgevraagd op 12 februari, 2009, via http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=192769.

UNIZO, (2006). *Innovatie in de Vlaamse KMO's: cijfers, visie van UNIZO en beleidsopties*. Opgevraagd op 3 februari, 2009, via <http://www.unizo.be/viewobj.jsp?id=363260>.

UNIZO, (2007). *Aantal KMO's in Vlaanderen, Brussel en Wallonië*. Opgevraagd op 3 februari, 2009, via http://www.unizo.be/images/res347073_6.doc.

Van Hulle, K., & Lybaert, N., (2005). *Boekhoud- en jaarrekeningrecht*. Brugge: die Keure.

Verduyn, F., & Vivet, D., (2007). Verloop van de resultaten en van de financiële structuur van de ondernemingen in 2006. *Economisch tijdschrift*, december 2007,45-64.

Verjans, K., (2008). *De determinanten van onderpand bij KMO's*. Universiteit Hasselt, Diepenbeek, Eindverhandeling.
Voornaamste recente ontwikkelingen (2009) Opgevraagd op 5 maart 2009 via http://www.nbb.be/doc/dq/KredObs/N/comment3_n.htm

Watson, R., & Wilson, N., (2002). Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(3) & (4), 577-578.

Wetboek van Vennootschappen, (1999). Opgevraagd op 8 december, 2008, via <http://www.ejustice.just.fgov.be/wet/wet.htm>.

Websites

Agentschap Economie:

<http://ae.vlaanderen.be>

BelFirst:

<http://belfirst.bvdep.com>

Federale overheidsdienst; Buitenlandse Zaken, Buitenlandse Handel en
Ontwikkelingssamenwerking:

<http://www.diplomatie.be>

Instituut voor de Aanmoediging van Innovatie door Wetenschap en Technologie in Vlaanderen:

<http://www.iwt.be>

Nationale Bank van België:

<http://www.bnb.be>

Observatorium voor krediet aan vennootschappen

<http://www.nbb.be>

Unie van Zelfstandige Ondernemers:

<http://www.unizo.be>

Lijst met tabellen

Tabel 1: Aantal KMO's volgens regio en aantal werknemers, 1 januari 2007	10
Tabel 2: Ontwikkeling aantal arbeidsplaatsen binnen KMO's	11
Tabel 3: Criteria dataverzameling	36
Tabel 4: Indeling volgens sector	37
Tabel 5: Output SPSS groei Ranks	40
Tabel 6: Output SPSS groei Test Statistics	40
Tabel 7: Output SPSS groei T-test	41
Tabel 8: Resultaten groei	43
Tabel 9: Resultaten eigen vermogen	44
Tabel 10: Resultaten interne financiering	45
Tabel 11: Resultaten extern eigen vermogen	46
Tabel 12: Resultaten kapitaalsubsidies	47
Tabel 13: Resultaten externe financiering	48
Tabel 14: Resultaten extern vreemd vermogen	49
Tabel 15: Resultaten vreemd vermogen op lange termijn	50
Tabel 16: Resultaten vreemd vermogen op korte termijn	51
Tabel 17: Resultaten vreemd vermogen op lange termijn verval op korte termijn	52
Tabel 18: Resultaat financiële schulden	54
Tabel 19: Resultaten financiële schulden op lange termijn	55
Tabel 20: Resultaten financiële schulden op korte termijn	56
Tabel 21: Resultaten handelsschulden	57
Tabel 22: Resultaten schulden belastingen en, belastingen en sociale lasten	58
Tabel 23: Resultaten houtsector	59
Tabel 24: Algemene resultaten houtsector buiten beschouwing	60
Tabel 25: Resultaten verzameling van ondernemingen zonder hout versus met hout	61
Tabel 26: Antwoord op hypothesen	62

Lijst met figuren

Figuur 1: De basisstructuur van de traditionele financieringsmix	13
Figuur 2: kredietverstrekking door Belgische kredietinstellingen	30
Figuur 3: Groei bij verzameling ondernemingen	42
Figuur 4: Eigen vermogen bij verzameling ondernemingen	44
Figuur 5: Extern eigen vermogen bij verzameling ondernemingen	45
Figuur 6: Kapitaalsubsidies bij verzameling ondernemingen	47
Figuur 7: Externe financiering bij verzameling ondernemingen	48
Figuur 8: Extern eigen vermogen bij verzameling ondernemingen	49
Figuur 9: Vreemd vermogen op lange termijn bij verzameling ondernemingen	50
Figuur 10: Vreemd vermogen op lange termijn verval op korte termijn bij verzameling ondernemingen	52
Figuur 11: Financiële schulden bij verzameling ondernemingen	53
Figuur 12: Financiële schulden op lange termijn bij verzameling ondernemingen	54
Figuur 13: Financiële schulden op korte termijn bij verzameling ondernemingen	56
Figuur 14: Handelsschulden bij verzameling van ondernemingen	57

Bijlagen

Bijlage 1: Volledige schema van de balans

Bijlage 2: Verkort schema van de balans

Bijlage 3: NACEBEL-codes 2003

Bijlage 4: Output alle ondernemingen

Bijlage 5: Output per sector

Bijlage 6: Output alle ondernemingen exclusief hout

Bijlage 7: Output verklarende factoren

Bijlage 1: Volledige schema van de balans

Nr.	VOL 2.2			
	Toel.	Codes	Boekjaar	Vorig boekjaar
PASSIVA				
EIGEN VERMOGEN		10/15	.....	.....
Kapitaal	5.7	10	.....	.....
Geplaatst kapitaal		100	.....	.....
Niet-opgevraagd kapitaal		101	.....	.....
Uitgiftepremies		11	.....	.....
Herwaarderingsmeerwaarden		12	.....	.....
Reserves		13	.....	.....
Wettelijke reserve		130	.....	.....
Onbeschikbare reserves		131	.....	.....
Voor eigen aandelen		1310	.....	.....
Andere		1311	.....	.....
Belastingvrije reserves		132	.....	.....
Beschikbare reserves		133	.....	.....
Overgedragen winst (verlies)	(+)/(-)	14	.....	.....
Kapitaalsubsidies		15	.....	.....
Voorschot aan de vennoten op de verdeling van het netto-actief		19	.....	.....
VOORZIENINGEN EN UITGESTELDE BELASTINGEN		16	.....	.....
Voorzieningen voor risico's en kosten		160/5	.....	.....
Pensioenen en soortgelijke verplichtingen		160	.....	.....
Belastingen		161	.....	.....
Grote herstellings- en onderhoudswerken		162	.....	.....
Overige risico's en kosten	5.8	163/5	.....	.....
Uitgestelde belastingen		168	.....	.....
SCHULDEN		17/49	.....	.....
Schulden op meer dan één jaar	5.9	17	.....	.....
Financiële schulden		170/4	.....	.....
Achtergestelde leningen		170	.....	.....
Niet-achtergestelde obligatieleningen		171	.....	.....
Leasingschulden en soortgelijke schulden		172	.....	.....
Kredietinstellingen		173	.....	.....
Overige leningen		174	.....	.....
Handelsschulden		175	.....	.....
Leveranciers		1750	.....	.....
Te betalen wissels		1751	.....	.....
Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen		176	.....	.....
Overige schulden		178/9	.....	.....
Schulden op ten hoogste één jaar		42/48	.....	.....
Schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen	5.9	42	.....	.....
Financiële schulden		43	.....	.....
Kredietinstellingen		430/8	.....	.....
Overige leningen		439	.....	.....
Handelsschulden		44	.....	.....
Leveranciers		440/4	.....	.....
Te betalen wissels		441	.....	.....
Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen		46	.....	.....
Schulden met betrekking tot belastingen, bezoldigingen en sociale lasten	5.9	45	.....	.....
Belastingen		450/3	.....	.....
Bezoldigingen en sociale lasten		454/9	.....	.....
Overige schulden		47/48	.....	.....
Overlopende rekeningen	5.9	492/3	.....	.....
TOTAAL VAN DE PASSIVA		10/49	.....	.....

Bijlage 2: Verkort schema van de balans

Nr.	VKT 2.2			
	Toel.	Codes	Boekjaar	Vorig boekjaar
PASSIVA				
EIGEN VERMOGEN		10/15	.....	.....
Kapitaal	5.3	10	.....	.....
Geplaatsd kapitaal		100	.....	.....
Niet-opgevraagd kapitaal		101	.....	.....
Uitgiftepremies		11	.....	.....
Herwaarderingsmeerwaarden		12	.....	.....
Reserves		13	.....	.....
Wettelijke reserve		130	.....	.....
Onbeschikbare reserves		131	.....	.....
Voor eigen aandelen		1310	.....	.....
Andere		1311	.....	.....
Belastingvrije reserves		132	.....	.....
Beschikbare reserves		133	.....	.....
Overgedragen winst (verlies)(+)/(-)		14	.....	.....
Kapitaalsubsidies		15	.....	.....
Voorschot aan de vennoten op de verdeling van het netto-actief		19	.....	.....
VOORZIENINGEN EN UITGESTELDE BELASTINGEN		16	.....	.....
Voorzieningen voor risico's en kosten	5.4	160/5	.....	.....
Uitgestelde belastingen		168	.....	.....
SCHULDEN		17/49	.....	.....
Schulden op meer dan één jaar	5.5	17	.....	.....
Financiële schulden		170/4	.....	.....
Kredietinstellingen, leasingschulden en soortgelijke schulden		172/3	.....	.....
Overige leningen		174/0	.....	.....
Handelsschulden		175	.....	.....
Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen		176	.....	.....
Overige schulden		178/9	.....	.....
Schulden op ten hoogste één jaar	5.5	42/48	.....	.....
Schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen		42	.....	.....
Financiële schulden		43	.....	.....
Kredietinstellingen		430/8	.....	.....
Overige leningen		439	.....	.....
Handelsschulden		44	.....	.....
Leveranciers		440/4	.....	.....
Te betalen wissels		441	.....	.....
Ontvangen vooruitbetalingen op bestellingen		46	.....	.....
Schulden met betrekking tot belastingen, bezoldigingen en sociale lasten		45	.....	.....
Belastingen		450/3	.....	.....
Bezoldigingen en sociale lasten		454/9	.....	.....
Overige schulden		47/48	.....	.....
Overlopende rekeningen		492/3	.....	.....
TOTAAL VAN DE PASSIVA		10/49	.....	.....

Bijlage 3: NACEBEL-codes 2003

CODE NEDERLANDSE OMSCHRIJVING

10	Winning van steenkool, bruinkool en turf
11	Winning van aardolie en aardgas, diensten in verband met de aardolie- en aardgaswinning
12	Winning van uranium- en thoriumerts
13	Winning van metaalertsen
14	Overige winning van delfstoffen
15	Vervaardiging van voedingsmiddelen en dranken
16	Vervaardiging van tabaksproducten
17	Vervaardiging van textiel
18	Vervaardiging van kleding en bontnijverheid
19	Leernijverheid en vervaardiging van schoeisel
20	Houtindustrie en vervaardiging van artikelen van hout en van kurk, exclusief meubelen; vervaardiging van artikelen van riet en vlechtwerk
21	Vervaardiging van pulp, papier en papierwaren
22	Uitgeverijen, drukkerijen en reproductie van opgenomen media
23	Vervaardiging van cokes, geraffineerde aardolieproducten en splijt- en kweekstoffen
24	Vervaardiging van chemische producten
25	Vervaardiging van producten van rubber en kunststof
26	Vervaardiging van overige niet-metaalhoudende minerale producten
27	Vervaardiging van metalen in primaire vorm
28	Vervaardiging van producten van metaal
29	Vervaardiging van machines, apparaten en werktuigen, n.e.g.
30	Vervaardiging van kantoormachines en computers
31	Vervaardiging van elektrische machines en apparaten n.e.g.
32	Vervaardiging van audio-, video- en telecommunicatieapparatuur
33	Vervaardiging van medische apparatuur en instrumenten, van precisie- en optische instrumenten en van uurwerken
34	Vervaardiging en assemblage van auto's, aanhangwagens en opleggers
35	Vervaardiging van overige transportmiddelen
36	Vervaardiging van meubels; overige industrie
37	Recycling
40	Productie en distributie van elektriciteit, gas, stoom en warm water
41	Winning, zuivering en distributie van water
45	Bouwnijverheid
50	Groot- en detailhandel; reparatie van auto's, motorrijwielen en consumentenartikelen
51	Groothandel en handelsbemiddeling, met uitzondering van de handel in auto's en motorrijwielen
52	Detailhandel, exclusief auto's en motorrijwielen; reparatie van consumentenartikelen
55	Hotels en restaurants
60	Vervoer te land
61	Vervoer over water
62	Luchtvaart
63	Vervoerondersteunende activiteiten, reisbureaus
64	Post en telecommunicatie

Bijlage 4: Output alle ondernemingen

1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Groei	Klein	21723,00	11546,98	251000000,00	14880000,00	0,000
	Groot	1497,00	12532,17	18760659,50		
	Total	23220,00				
Eigen vermogen	Klein	21722,00	11579,43	252000000,00	15590000,00	0,008
	Groot	1497,00	12053,61	18044261,00		
	Total	23219,00				
Extern eigen vermogen	Klein	21722,00	11564,71	251000000,00	15280000,00	0,000
	Groot	1497,00	12267,24	18364053,00		
	Total	23219,00				
Kapitaal-subsidies	Klein	2566,00	1577,58	4048078,50	664380,50	0,019
	Groot	553,00	1478,41	817561,50		
	Total	3119,00				
Externe financiering	Klein	21721,00	11629,94	253000000,00	15810000,00	0,077
	Groot	1497,00	11312,88	16935382,00		
	Total	23218,00				
Extern vreemd vermogen	Klein	21721,00	11643,99	253000000,00	15510000,00	0,003
	Groot	1497,00	11109,11	16630344,00		
	Total	23218,00				
Vreemd vermogen op LT	Klein	18439,00	9793,01	181000000,00	9108666,00	0,000
	Groot	1067,00	9070,71	9678444,00		
	Total	19506,00				
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	21722,00	11686,54	254000000,00	14600000,00	0,000
	Groot	1497,00	10499,43	15717651,00		
	Total	23219,00				
Financiële schulden	Klein	21722,00	11643,30	253000000,00	15540000,00	0,004
	Groot	1497,00	11126,87	16656919,50		
	Total	23219,00				
Financiële schulden op LT	Klein	21722,00	11679,34	254000000,00	14750000,00	0,000
	Groot	1497,00	10603,91	15874057,50		
	Total	23219,00				
Financiële schulden op KT	Klein	21722,00	11569,71	251000000,00	15380000,00	0,000
	Groot	1497,00	12194,66	18255403,00		
	Total	23219,00				
Handelsschulden	Klein	21722,00	11659,46	253000000,00	15180000,00	0,000
	Groot	1497,00	10892,33	16305824,50		
	Total	23219,00				

2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Groei	Klein	19538	0,047	< 0,4533 & > -0,4322
	Groot	1361	0,0589	
Eigen vermogen	Klein	21722	0,09	geen
	Groot	1497	0,168	
Extern eigen vermogen	Klein	21722	-0,0212	geen
	Groot	1497	0,0705	
Kapitaalsubsidies	Klein	2561	0,0207	> -6
	Groot	553	0,0115	
Externe financiering	Klein	19555	0,7791	< 2,3584 & > -1,6334
	Groot	1334	0,725	
Extern vreemd vermogen	Klein	19569	0,7678	< 3.3013 & > -1.6579
	Groot	1329	0,7005	
Vreemd vermogen op LT	Klein	16619	0,2129	< 2.5424 & > -1.8693
	Groot	945	0,1541	
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	19507	0,0376	< 0.7313 & > -0.5309
	Groot	1391	0,02	
Financiële schulden	Klein	21722	0,2499	geen
	Groot	1497	0,0673	
Financiële schulden LT	Klein	21722	0,1981	geen
	Groot	1497	-0,12	
Financiële schulden KT	Klein	21722	0,0517	geen
	Groot	1497	0,1873	
Handelsschulden	Klein	19526	0,3193	< 2,5308 & > -1,7935
	Groot	1371	0,234	

Bijlage 5: Output per sector

1 Mijnbouw

1.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Handelsschulden	Klein	339	226,57	76807	15401,00	0,094
	Groot	102	202,49	20654		
	Total	441				

1.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Handelsschulden	Klein	300	0,2617	< 2,2943 & > -2,3138
	Groot	97	0,1099	

2 Voeding

2.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Kapitaalsubsidies	Klein	107	93,84	10041	2906,00	0,036
	Groot	67	77,37	5184		
	Total	174				
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	562	342,46	192460	24191,00	0,005
	Groot	104	285,11	29651		
	Total	666				

2.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Kapitaalsubsidies	Klein	103	0,0232	< 1 & > -1
	Groot	67	0,0093	
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	510	0,0498	< 0,7536 & > - 0,5193
	Groot	90	0,0222	

3 Kleding

3.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Financiële schulden op KT	Klein	199	122,52	24382	4482,00	0,082
	Groot	53	141,43	7496		
	Total	252				

3.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Financiële schulden op KT	Klein	186	0,0857	< 2.2227 & > -0.8546
	Groot	42	0,1895	

4 Leder en confectie

Geen significante resultaten

5 Hout

5.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Eigen vermogen	Klein	174	94,83	16500	465,00	0,013
	Groot	10	52	520		
	Total	184				
Interne financiering	Klein	174	94,72	16481	484,00	0,018
	Groot	10	53,9	539		
	Total	184				
Externe financiering	Klein	174	90,06	15671	446,00	0,010
	Groot	10	134,9	1349		
	Total	184				
Extern vreemd vermogen	Klein	174	90,05	15668	443,00	0,009
	Groot	10	135,2	1352		
	Total	184				
Vreemd vermogen op LT	Klein	149	78,33	11671	496,00	0,077
	Groot	10	104,9	1049		
	Total	159				
Vreemd vermogen op KT	Klein	174	90,57	15760	535,00	0,041
	Groot	10	126	1260		
	Total	184				
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	174	90,68	15779	554,00	0,053
	Groot	10	124,1	1241		
	Total	184				
Financiële schulden	Klein	174	90,43	15735	510,00	0,028
	Groot	10	128,5	1285		
	Total	184				
Financiële schulden op LT	Klein	174	90,76	15793	568,00	0,065
	Groot	10	122,7	1227		
	Total	184				

5.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Eigen vermogen	Klein	156	0,1901	< 2.3750 & > -2.6077
	Groot	10	-0,646	
Interne financiering	Klein	157	0,1502	< 2.4962 & > -2.5647
	Groot	9	-0,4827	
Externe financiering	Klein	156	0,8226	< 3.7170 & > -1.3573
	Groot	10	1,7139	
Extern vreemd vermogen	Klein	156	0,7909	<3.7170 & > -1.3750
	Groot	10	1,7095	
Vreemd vermogen op LT	Klein	134	0,152	< 3.4945 & > -1.9643
	Groot	10	0,7844	
Vreemd vermogen op KT	Klein	157	0,5947	< 3.0455 & > -2.4234
	Groot	9	1,379	
Vreemd vermogen op LT verval Kt	Klein	157	0,0192	< 1,0080 & > -0,7179
	Groot	9	0,2314	
Financiële schulden	Klein	157	0,1511	< 2.9632 & > -1.7524
	Groot	9	0,6233	
Financiële schulden op LT	Klein	156	0,112	< 3.2522 & > - 1.5823
	Groot	10	0,7	

6 Papier

6.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Kapitaalsubsidies	Klein	98	78,1	7653,5	1803,50	0,035
	Groot	47	62,37	2931,5		
	Total	145				
Vreemd vermogen op KT	Klein	399	239,17	95429	11503,00	0,045
	Groot	68	203,66	13849		
	Total	467				
Handelsschulden	klein6	399	238,57	95190	11742,00	0,076
	groot6	68	207,18	14088		
	Total	467				

6.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Kapitaalsubsidies	Klein	85	0,0284	< 0.3203 & > -0.2430
	Groot	46	0,0033	
Vreemd vermogen op KT	Klein	398	0,8353	geen
	Groot	68	-0,1563	
Handelsschulden	Klein	357	0,2638	< 2.1452 & > -1.6526
	Groot	64	0,1997	

7 Chemie

7.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	124	113,65	14093	4569,00	0,042
	Groot	88	96,42	8485		
	Total	212				

7.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	123	0,018	< 2
	Groot	87	0,0093	

8 Rubber

Geen significante resultaten

9 Metaal

9.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Interne financiering	Klein	811	432,11	350442	21176,00	0,038
	Groot	62	500,95	31059		
	Total	873				
Externe financiering	Klein	811	441,05	357692	21856,00	0,086
	Groot	62	384,02	23809		
	Total	873				
Vreemd vermogen op LT	Klein	664	359,01	238385	10947,00	0,010
	Groot	43	276,58	11893		
	Total	707				
Vreemd vermogen op Lt verval Kt	Klein	811	441,28	357877	21671,00	0,068
	Groot	62	381,03	23624		
	Total	873				
Financiële schulden	Klein	811	443,91	360007,5	19540,50	0,003
	Groot	62	346,67	21493,5		
	Total	873				
Financiële schulden op LT	Klein	811	443,23	359462	20086,00	0,008
	Groot	62	355,47	22039		
	Total	873				

9.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Interne financiering	Klein	734	0,2126	< 2.5162 & > - 2.2986
	Groot	53	0,4125	
Externe financiering	Klein	733	0,7645	< 3.1751 & > -1.5874
	Groot	54	0,5532	
Vreemd vermogen op LT	Klein	599	0,1598	< 2.0600 & > -1.7879
	Groot	38	-0,0691	
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	732	0,0302	< 0.6230 & > -0.5529
	Groot	55	-0,0003	
Financiële schulden	Klein	732	0,1356	< 1.8972 & > -1.7531
	Groot	55	-0,1189	
Financiële schulden op LT	Klein	732	0,1047	< 1.5277 & > -1.4762
	Groot	55	-0,0321	

10 Machines

10.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Extern eigen vermogen	Klein	242	137,46	33266	3863,00	0,033
	Groot	37	156,59	5794		
	Total	279				
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	242	143,55	34739	3618,00	0,059
	Groot	37	116,78	4321		
	Total	279				
Financiële schulden op KT	Klein	242	136,14	32945	3542,00	0,036
	Groot	37	165,27	6115		
	Total	279				

10.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Extern eigen vermogen	Klein	242	0,0361	geen
	Groot	37	0,2074	
Vreemd vermogen op LT verval Kt	Klein	214	0,0273	< 0.6580 & > -0.6093
	Groot	37	-0,0069	
Financiële schulden op KT	Klein	241	-0,0355	< 40
	Groot	37	0,1879	

11 Kantoor en elektrische machines

11.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Eigen vermogen	Klein	130	77,67	10097	1582,00	0,063
	Groot	31	94,97	2944		
	Total	161				
Extern eigen vermogen	Klein	130	79,08	10280	1765,00	0,073
	Groot	31	89,06	2761		
	Total	161				
Externe financiering	Klein	130	84,72	11014	1531,00	0,038
	Groot	31	65,39	2027		
	Total	161				
Extern vreemd vermogen	Klein	130	85,66	11136	1409,00	0,009
	Groot	31	61,45	1905		
	Total	161				
Vreemd vermogen op LT	Klein	109	67,5	7358	817,00	0,076
	Groot	20	51,35	1027		
	Total	129				
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	130	84,78	11021	1524,00	0,034
	Groot	31	65,16	2020		
	Total	161				
Financiële schulden	Klein	130	85,48	11113	1432,00	0,012
	Groot	31	62,19	1928		
	Total	161				
Financiële schulden op LT	Klein	130	85,44	11107	1438,00	0,013
	Groot	31	62,39	1934		
	Total	161				

11.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Eigen vermogen	Klein	120	0,1296	< 2.4525 & > -4.2361
	Groot	25	0,3735	
Extern eigen vermogen	Klein	129	-0,0065	< 12,52
	Groot	30	0,1086	
Externe financiering	Klein	121	0,9453	< 7.7974 & > -1.2001
	Groot	24	0,5253	
Extern vreemd vermogen	Klein	119	0,8629	< 5,4017 & > -2,0298
	Groot	26	0,3428	
Vreemd vermogen op LT	Klein	108	0,1322	< 300
	Groot	20	0,0208	
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	116	0,0451	< 0.8605 & > -0.4081
	Groot	29	-0,0067	
Financiële schulden	Klein	118	0,1389	< 2.4622 & > -1.4102
	Groot	27	0,0121	
Financiële schulden op LT	Klein	118	0,0851	< 2.4130 & > -1.3852
	Groot	27	-0,074	

12 Optische industrie

Geen significante resultaten

13 Auto-industrie

Geen significante resultaten

14 Bouw

14.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Groei	Klein	3268	1689,08	5519927	178381,00	0,007
	Groot	127	1927,43	244783		
	Total	3395				
Handelsschulden	Klein	3268	1705,7	5574216	182366,00	0,020
	Groot	127	1499,95	190494		
	Total	3395				

14.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Groei	Klein	2937	0,0725	<0.4595 & > -0.4038
	Groot	120	0,0975	
Handelsschulden	Klein	2942	0,3918	< 2.6625 & > -1.8760
	Groot	115	0,3178	

15 Reparatie

15.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Groei	Klein	900	461,84	415652	10202,00	0,011
	Groot	31	586,9	18194		
	Total	931				
Handelsschulden	Klein	900	468,84	421953	11397,00	0,083
	Groot	31	383,65	11893		
	Total	931				

15.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Groei	Klein	809	0,0388	< 0.3414 & > -0.4115
	Groot	29	0,0853	
Handelsschulden	Klein	812	0,4684	< 2.6551 & > -2.4086
	Groot	27	0,2204	

16 Detailhandel

16.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Groei	Klein	3953	2065,62	8165413	350332,00	0,002
	Groot	204	2338,19	476990		
	Total	4157				
Extern eigen vermogen	Klein	3952	2071,42	8186234	375106,00	0,005
	Groot	204	2215,75	452012		
	Total	4156				
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	3952	2090,7	8262457	354879,00	0,004
	Groot	204	1842,1	375789		
	Total	4156				
Financiële schulden op LT	Klein	3952	2087,68	8250521	366815,00	0,029
	Groot	204	1900,61	387725		
	Total	4156				

16.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Groei	Klein	3953	0,0454	< 30
	Groot	202	0,1323	
Extern eigen vermogen	Klein	3949	,0110	> -10
	Groot	203	,1737	
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	3546	0,0311	< 0.7605 & > -0.5778
	Groot	196	0,0072	
Financiële schulden LT	Klein	3952	0,1961	< 2.1680 & > -1.6767
	Groot	204	-0,0574	

17 Hotel en catering

17.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Groei	Klein	1460	739,38	1079499	12969,00	0,061
	Groot	23	908,13	20887		
	Total	1483				
Extern eigen vermogen	Klein	1460	739,39	1079504	12974,00	0,002
	Groot	23	907,91	20882		
	Total	1483				
Vreemd vermogen op LT	Klein	1235	630,96	779240,5	9924,50	0,065
	Groot	21	483,6	10155,5		
	Total	1256				
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	1460	744,86	1087499,5	12610,50	0,039
	Groot	23	560,28	12886,5		
	Total	1483				
Financiële schulden op LT	Klein	1460	744,34	1086737	13373,00	0,093
	Groot	23	593,43	13649		
	Total	1483				

17.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Groei	Klein	1456	0,0039	< 3
	Groot	22	0,0809	
Extern eigen vermogen	Klein	1460	0,0337	geen
	Groot	23	0,0868	
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	1112	0,4998	geen
	Groot	20	0,2959	
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	1314	0,069	< 0.9832 & > - 0.5453
	Groot	21	0,0015	
Financiële schulden op LT	Klein	1314	0,3924	geen
	Groot	21	0,1586	

18 Transport en communicatie

18.1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Groei	Klein	1682	905,22	1522586	107183,00	0,015
	Groot	145	1015,81	147292		
	Total	1827				
Extern eigen vermogen	Klein	1682	906,57	1524850,5	109447,50	0,000
	Groot	145	1000,19	145027,5		
	Total	1827				
Vreemd vermogen op LT	Klein	1439	785,99	1131045	71959,00	0,013
	Groot	116	678,84	78745		
	Total	1555				
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	1682	930,24	1564655,5	94637,50	0,000
	Groot	145	725,67	105222,5		
	Total	1827				
Financiële schulden	Klein	1682	924,73	1555403,5	103889,50	0,003
	Groot	145	789,48	114474,5		
	Total	1827				
Financiële schulden op LT	Klein	1682	926,6	1558537,5	100755,50	0,000
	Groot	145	767,87	111340,5		
	Total	1827				
Schulden mbt bezoldigingen,...	Klein	1682	907,78	1526891	111488,00	0,086
	Groot	145	986,12	142987		
	Total	1827				

18.2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Groei	Klein	1517	0,0433	< 0.4726 & > -0.4388
	Groot	128	0,0685	
Extern eigen vermogen	Klein	1682	-0,0379	geen
	Groot	145	0,1067	
Vreemd vermogen op Lt	Klein	1299	0,3669	< 2.7857 & > -1.6880
	Groot	102	0,252	
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	1510	0,0848	< 0.9657 & > -0.7957
	Groot	140	0,0178	
Financiële schulden	Klein	1518	0,3244	< 2.6869 & > -1.5963
	Groot	127	0,1949	
Financiële schulden op LT	Klein	1513	0,2995	< 2.3721 & > -1.2552
	Groot	132	0,1752	
Schulden mbt bezoldigingen,...	Klein	1514	0,0653	< 0.9679 & > -0.6953
	Groot	131	0,1035	

19 Andere

Geen significante resultaten

Bijlage 6: Output alle ondernemingen exclusief hout

1 Mann-Whitney U test

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Groei	Klein	18629	9.956,54	185.000.000,00	11.950.000,00	0,000
	Groot	1403	10.812,70	15.170.213,00		
	Total	20032				
Eigen vermogen	Klein	18628	9.985,29	186.000.000,00	12.500.000,00	0,006
	Groot	1403	10.423,77	14.624.551,00		
	Total	20031				
Interne financiering	Klein	18628	9.995,94	186.000.000,00	12.690.000,00	0,074
	Groot	1403	10.282,31	14.426.075,00		
	Total	20031				
Extern eigen vermogen	Klein	18628	9.972,64	186.000.000,00	12.260.000,00	0,000
	Groot	1403	10.591,67	14.860.110,50		
	Total	20031				
Kapitaalsubsidies	Klein	2183	1.368,52	2.987.471,50	522.792,50	0,011
	Groot	516	1.271,66	656.178,50		
	Total	2699				
Externe financiering	Klein	18628	10.043,82	187.000.000,00	12.550.000,00	0,013
	Groot	1403	9.646,57	13.534.131,00		
	Total	20031				
Extern vreemd vermogen	Klein	18627	10.056,24	187.000.000,00	12.310.000,00	0,000
	Groot	1403	9.474,60	13.292.864,00		
	Total	20030				
Vreemd vermogen op LT	Klein	15809	8.441,68	133.000.000,00	7.229.772,50	0,000
	Groot	994	7.770,91	7.724.287,50		
	Total	16803				
Vreemd vermogen op LT verval KT	Klein	18628	10.092,84	188.000.000,00	11.640.000,00	0,000
	Groot	1403	8.995,71	12.620.980,50		
	Total	20031				
Financiële schulden	Klein	18628	10.054,81	187.000.000,00	12.340.000,00	0,001
	Groot	1403	9.500,68	13.329.456,50		
	Total	20031				
Financiële schulden LT	Klein	18628	10.085,96	188.000.000,00	11.760.000,00	0,000
	Groot	1403	9.087,18	12.749.309,00		
	Total	20031				
Financiële schulden KT	Klein	18628	9.979,60	186.000.000,00	12.390.000,00	0,001
	Groot	1403	10.499,31	14.730.533,00		
	Total	20031				
Handelsschulden	Klein	18628	10.059,17	187.000.000,00	12.260.000,00	0,000
	Groot	1403	9.442,85	13.248.313,50		
	Total	20031				

2 T-test

	Klein vs groot	N	Mean	Filter
Groei	Klein	16754	0,0474	<0.4597 & >-0.4287
	Groot	1277	0,0606	
Eigen vermogen	Klein	16801	0,2133	<2.6718 & >-2.3153
	Groot	1228	0,2679	
Interne financiering	Klein	16790	0,1934	< 2.6253 & > -2.3550
	Groot	1239	0,2436	
Extern eigen vermogen	Klein	18628	-0,0176	geen
	Groot	1403	0,0719	
Kapitaalsubsidies	Klein	1935	0,0122	< 0.3153 & > -0.2233
	Groot	495	0,001	
Externe financiering	Klein	16780	0,7907	< 3.3502 & > -1.6454
	Groot	1249	0,7258	
Extern vreemd vermogen	Klein	15127	0,7776	geen
	Groot	1119	0,7129	
Vreemd vermogen op LT	Klein	14243	0,2201	< 2.5764 & > -1.9349
	Groot	881	0,1484	
Vreemd vermogen op LT verval Kt	Klein	16723	0,0387	< 0.7302 & > -0.5410
	Groot	1306	0,0188	
Financiële schulden	Klein	16779	0,2241	<2.5767 & >-1.7975
	Groot	1250	0,1942	
Financiële schulden op LT	Klein	16758	0,1702	< 2.0966 & > -1.4712
	Groot	1271	0,0941	
Financiële schulden op KT	Klein	16856	0,0385	< 1.0792 & > -0.7747
	Groot	1173	0,0824	
Handelsschulden	Klein	16743	0,3118	< 2.5109 & > -1.8109
	Groot	1286	0,2384	

Bijlage 7: Output verklarende factoren

1. Overgedragen winst/verlies

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
Overgedragen winst/verlies	Klein	15213	8192,04	125000000,00	8900229,00	0,012
	Groot	1223	8547,63	10453746,00		
	Total	16436				

2. Winstgevendheid

	Klein vs Groot	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Asym.sign. (2-tailed)
winstgevendheid 2005	Klein	18629	9944,58	185000000,00	11728396,00	0,000
	Groot	1403	10971,49	15392997,00		
	Total	20032				
winstgevendheid 2006	Klein	18387	9837,34	181000000,00	1,18E+14	0,000
	Groot	1392	10585,65	14735218,00		
	Total	19779				
winstgevendheid 2007	Klein	17568	9402,19	165000000,00	10851619,50	0,000
	Groot	1358	10256,62	13928485,50		
	Total	18926				