



# ***Naar een meer conservatieve kapitaalstructuur ten gevolge van de financiële crisis bij Belgische KMO's***

**Maurice Chaniotakis**

promotor :  
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

**INHOUDSOPGAVE**

**WOORD VOORAF**

**SAMENVATTING**

**LIJST VAN FIGUREN**

**LIJST VAN TABELLEN**

**LIJST VAN AFKORTINGEN**

**DEEL I : LITERATUURSTUDIE..... 1**

**HOOFDSTUK 1 : METHODOLOGISCHE ASPECTEN ..... 1**

<u>1.1</u>	<u>PRAKTIJKPROBLEEM : SITUATIESCHETS</u> .....	1
<u>1.2</u>	<u>PROBLEEMSTELLING EN CENTRALE ONDERZOEKSVRAAG</u> .....	3
<u>1.3</u>	<u>DEELVRAGEN</u> .....	5
<u>1.4</u>	<u>ONDERZOEKSDOELEN EN ECONOMISCHE RELEVANTIE</u> .....	6
<u>1.5</u>	<u>ONDERZOEKSOPZET</u> .....	7
	<u>1.5.1 Literatuurstudie</u> .....	7
	<u>1.5.2 Empirisch onderzoek</u> .....	8

**HOOFDSTUK 2 : DE BELGISCHE KMO..... 9**

<u>2.1</u>	<u>KMO's</u> .....	9
	<u>2.1.1 Definitie</u> .....	9
	<u>2.1.2 Economisch belang</u> .....	10
<u>2.2</u>	<u>EIGENSCHAPPEN VAN EEN KMO</u> .....	12
<u>2.3</u>	<u>FINANCIERINGSVORMEN</u> .....	15
	<u>2.3.1 Zelffinanciering</u> .....	16
	<u>2.3.2 Externe financiering met eigen vermogen</u> .....	17
	<u>2.3.3 Externe financiering met vreemd vermogen op lange termijn</u> .....	17
	<u>2.3.4 Externe financiering met vreemd vermogen op korte termijn</u> .....	17
<u>2.4</u>	<u>FINANCIERINGSPOLITIEK VAN KMO'S</u> .....	18
<u>2.5</u>	<u>DE FINANCIËLE DRIEVULDIGHEID: RENDABILITEIT, LIQUIDITEIT EN SOLVABILITEIT</u> .....	18
	<u>2.5.1 Solvabiliteit</u> .....	19
	<u>2.5.2 Rendabiliteit</u> .....	19
	<u>2.5.3 Externe financiering met eigen vermogen</u> .....	20
<u>2.6</u>	<u>BESLUIT</u> .....	21

## **HOOFDSTUK 3 : KAPITAALSTRUCTUURTHEORIEËN .....22**

<b><u>3.1</u></b>	<b><u>INLEIDING</u></b> .....	<b>22</b>
	<i><u>3.1.1 De traditionele theorieën</u></i> .....	<b>22</b>
<b><u>3.2</u></b>	<b><u>MODIGLIANI &amp; MILLER</u></b> .....	<b>23</b>
	<i><u>3.2.1 Modigliani &amp; Miller zonder vennootschapsbelasting</u></i> .....	<b>23</b>
	<i><u>3.2.2 Modigliani &amp; Miller met vennootschapsbelasting</u></i> .....	<b>25</b>
	<i><u>3.2.3 Merton Miller's theorie over personenbelasting</u></i> .....	<b>28</b>
	<i><u>3.2.3.1 Niet-intrestgebonden belastingvoordelen</u></i> .....	<b>29</b>
	<i><u>3.2.3.2 Kosten verbonden aan financiële moeilijkheden</u></i> .....	<b>29</b>
<b><u>3.3</u></b>	<b><u>AGENCY KOSTEN</u></b> .....	<b>30</b>
	<i><u>3.3.1 Agency kosten van eigen vermogen</u></i> .....	<b>30</b>
	<i><u>3.3.2 Agency kosten van vreemd vermogen</u></i> .....	<b>31</b>
<b><u>3.4</u></b>	<b><u>TRANSACTIEKOSTEN</u></b> .....	<b>33</b>
<b><u>3.5</u></b>	<b><u>STAKEHOLDER THEORY</u></b> .....	<b>34</b>
<b><u>3.6</u></b>	<b><u>PECKING ORDER THEORY</u></b> .....	<b>35</b>
<b><u>3.7</u></b>	<b><u>MARKET TIMING THEORY</u></b> .....	<b>36</b>
<b><u>3.8</u></b>	<b><u>SIGNALERINGSTHEORIE</u></b> .....	<b>37</b>
<b><u>3.9</u></b>	<b><u>BANKRELATIE EN SCHULDGRAAD</u></b> .....	<b>38</b>
<b><u>3.10</u></b>	<b><u>CONCLUSIE</u></b> .....	<b>39</b>

## **HOOFDSTUK 4 : DE ECONOMISCHE CRISIS .....39**

<b><u>4.1</u></b>	<b><u>INLEIDING</u></b> .....	<b>39</b>
<b><u>4.2</u></b>	<b><u>DE ECONOMISCHE CRISIS UITGELEGD</u></b> .....	<b>40</b>
<b><u>4.3</u></b>	<b><u>DE CRISIS EN HET KAPITALISME</u></b> .....	<b>44</b>
<b><u>4.4</u></b>	<b><u>DE INVLOED OP DE ECONOMISCHE ACTIVITEIT</u></b> .....	<b>50</b>
	<i><u>4.4.1 Strengere kredietregels</u></i> .....	<b>50</b>
	<i><u>4.4.2 Faillissementen in België</u></i> .....	<b>52</b>
	<i><u>4.4.3 Investerings en financiering in de privésector</u></i> .....	<b>53</b>

<b><u>DEEL II : EMPIRISCHE STUDIE</u></b> .....	<b>54</b>
<b><u>HOOFDSTUK 5 : EMPIRIE A.D.H.V. EEN SURVEY-ONDERZOEK</u></b> .....	<b>54</b>
5.1 <u>INLEIDING</u> .....	54
5.2 <u>METHODOLOGISCHE ASPECTEN VAN HET ONDERZOEK</u> .....	54
5.2.1 <i>Opzet van het empirisch onderzoek</i> .....	54
5.2.2 <i>Hypothesen en de variabelen</i> .....	55
5.3 <u>DEFINIËRING VAN DE MODELLEN EN VARIABELEN</u> .....	58
5.3.1 <i>Inleiding</i> .....	58
5.3.2 <i>Veralgemening, validiteit en betrouwbaarheid</i> .....	61
<b><u>HOOFDSTUK 6 : RESULTATEN EN BEVINDINGEN</u></b> .....	<b>63</b>
6.1 <u>INLEIDING</u> .....	63
6.2 <u>BESCHRIJVENDE STATISTIEK</u> .....	63
6.3 <u>RESULTATEN MET BETREKKING TOT DE HYPOTHESEN</u> .....	71
6.2 <u>ALGEMENE CONCLUSIE</u> .....	80
<b><u>BIBLIOGRAFIE</u></b> .....	<b>83</b>
<b><u>BIJLAGE</u></b> .....	<b>87</b>

## Woord vooraf

Deze eindverhandeling vormt het sluitstuk van mijn universitaire reis doorheen de boeiende wereld van de toegepaste economische wetenschappen.

Veel tijd en energie werden gespendeerd om alles tot een goed einde te brengen. Ik zou daarom ook iedereen willen bedanken die mij de nodige steun heeft verleend om deze eindverhandeling te verwezenlijken.

Eerst en vooral wil ik mijn ouders bedanken die mij altijd door dik en dun gesteund hebben in mijn studies en alles daarbuiten. Ook wil ik mijn vriendin, Isabelle Kemps, bedanken voor de steun en toeverlaat in moeilijke momenten.

Verder gaat mijn dank en appreciatie uit naar mijn promotor, Prof. Dr. Sigrid Vandemaele. Zij heeft mij goed geholpen bij de structuur van deze eindverhandeling, alsook bij het empirisch onderzoek. Ik wil Jill Whittingham bedanken voor haar hulp met enkele statistische verwerkingsproblemen, alsook Kirsten Robeyns voor het meermaals nalezen van dit werkstuk. Ten slotte wil ik de talrijke KMO's bedanken die meegewerkt hebben aan dit onderzoek.

Diepenbeek, Mei 2010

## Samenvatting

Sedert de jaren '60 kwam de Kleine en middelgrote onderneming meer en meer in daglicht te staan in de Belgische economie. Tot dan was het vooral de grote onderneming die voor de welvaart in ons land zorgde. Vandaag de dag zien we dat de Belgische economie vooral bestaat uit KMO's. Met ongeveer 850 000 KMO's vertegenwoordigen ze meer dan 90 procent van alle ondernemingen in België. Ondanks de grote relevantie voor onze economie blijven KMO's kampen met het probleem van beperkte toegang tot financiële middelen. Nu de wereldeconomie sterk getroffen is door de economische crisis werd ons de mogelijkheid gegeven te onderzoeken wat de impact van de crisis is op de financiering van de Belgische KMO. De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt: "Heeft de economische crisis gevolgen voor de financiering van de Belgische KMO?" Daar de context van deze onderzoeksvraag zeer uitgebreid is wordt deze opgesplitst in drie deelvragen. De eerste deelvraag betreft de reeds bestaande theorieën rond de kapitaalstructuur van de KMO. Een volgende deelvraag omvat het begrip "Economische crisis" en de derde deelvraag gaat over de effecten op de financiering in tijden van crisis. Aan de hand van een literatuurstudie die de meest relevante, reeds bestaande studies omtrent dit onderwerp omvat en een empirische studie aan de hand van een enquête wordt een antwoord op deze deelvragen geformuleerd.

In hoofdstuk 2 wordt het begrip KMO toegelicht. We stellen vast dat de definitie van de Vlaamse regering verschilt van deze van de Europese Unie. In België wordt er een verschil gemaakt tussen "klein" en "middelgroot" en dit is niet het geval op Europees niveau. Ook zijn er verschillen in maximumbedragen van onder meer jaaromzet en balanstotaal. In 2007 zijn er 8% meer KMO's in België in vergelijking met het jaar 2000. De recessie van de jaren '80, technologische veranderingen, specialisatie en de stimulans van de overheid om doorheen de jaren meer KMO's op te richten zijn hiervoor de belangrijkste redenen. Vervolgens worden enkele eigenschappen van een KMO toegelicht en worden voor- en nadelen besproken. Een groot nadeel voor KMO's is de meer beperkte mogelijkheid tot het aantrekken van financiële middelen.

Een onderneming heeft de mogelijkheid om op verschillende manieren zijn bedrijfsactiviteiten te financieren. Als voor een onderneming duidelijk is welke financieringsbehoefte ze heeft, moet ze de keuze maken welke financieringsmix ze wil gebruiken. Traditioneel zijn er twee soorten van vermogen: eigen vermogen en vreemd vermogen. Er wordt in het hoofdstuk dieper ingegaan op de verschillende vormen van

eigen- en vreemd vermogen. Tot slot bespreken we de financiële Drievuldigheid: rendabiliteit, solvabiliteit en liquiditeit, zijnde ratio's voor de financiële analyse van accountinggegevens van ondernemingen. We kunnen besluiten dat KMO's zeer divers zijn en een zeer groot scala van financieringsmogelijkheden voorhanden hebben om hun activiteiten te financieren.

In hoofdstuk drie wordt er dieper ingegaan op de huidige kapitaalstructuurtheorieën. De kapitaalstructuur van de onderneming kan het verschil betekenen tussen het overleven en groeien van een onderneming of het in falen gaan ervan. Voor de jaren '50 werd onder bepaalde assumpties aangenomen dat er een optimale kapitaalstructuur bestond waarbij de gewogen gemiddelde kapitaalkost minimaal is en de waarde van de onderneming maximaal. In 1958 publiceerde Modigliani & Miller een artikel omtrent kapitaalstructuur waarbij de marktwaarde van de onderneming zou bepaald worden door het verwachte rendement en de risicoklasse waarin de onderneming zich bevindt. Financierings- en investeringsbeslissingen konden volledig gescheiden worden. Er volgden drie stellingen die onderworpen waren aan enkele assumpties, verder uitgelegd in het hoofdstuk. In 1963 pasten ze hun stellingen aan door deze keer rekening te houden met vennootschapsbelasting. Hierdoor kreeg schuldfinanciering, waarop intrestkosten moet betaald worden een fiscaal voordeel ten opzichte van financiering met eigen vermogen. Door verdere uitwerking van deze stellingen ontstond de *Static trade-off* theorie waarbij voor- en nadelen van schuldfinanciering worden afgewogen. Volgens dit model hebben ondernemingen een target schuldratio die ze geleidelijk aanpassen.

Een andere belangrijke theorie is de *Pecking order* theorie. Deze theorie zegt dat er geen optimale kapitaalstructuur bestaat maar dat ondernemingen een voorkeur hebben voor bepaalde financieringsbronnen in haar financieringsbehoefte. Ondernemingen zouden initieel intern eigen vermogen prefereren boven schulden en als laatste optie opteren voor extern eigen vermogen. In 2002 werd er door Baker & Wurgler de meest recente theorie ontwikkeld, namelijk de *Market timing* theorie. De kapitaalstructuur die een onderneming op een bepaald moment heeft is een cumulatief resultaat van pogingen om de markt in het verleden te timen. Dit timen houdt in dat ondernemingen effecten gaan uitgeven op het moment dat de prijs zeer hoog is om ze erna terug te kopen tegen lagere prijzen. Er wordt dan besloten dat ondernemingen meer met eigen vermogen zullen financieren als de *market-to-book* waarde hoog is en meer met vreemd vermogen en extern eigen vermogen zullen financieren als de *market-to-book* waarde laag is.

Hoofdstuk vier sluit de literatuurstudie af met een grondige analyse van de huidige economische crisis. Na een toelichting van de voornaamste oorzaak van de huidige malaise, wordt er dieper ingegaan op het begrip "economische crisis".



Een studie van Unizo toont dat ondanks de Belgische KMO's hun omzet op peil hebben kunnen houden, de economie nog steeds krimpt. Natuurlijk zijn er op dit moment veel anti-kapitalisten die hun socialistische visie willen doordrukken en zeggen dat het kapitalistisch systeem op lucht gebaseerd is en dat de meeste schulden niet de groei van de productiecapaciteit realiseren die nodig is om de aflossing van de schulden en de intrest te kunnen betalen zonder dat het nationaal inkomen daalt. Deze theorie werd oorspronkelijk ontwikkeld door Karl Marx. Opvallend is dat er gepleit wordt voor de terugkeer van keynesiaanse overheidssteun, waarbij de vraag en het vertrouwen door openbare bestedingen wordt ondersteund.

De crisis heeft een invloed op de economische activiteit. Uit ons empirisch onderzoek kunnen we besluiten dat financiële instellingen zich beter zijn gaan indekken tegen risico door een strenger kredietbeleid toe te passen. Door het gestegen risico in tijden van crisis willen banken zich beter indekken tegen de onzekerheid van de markt. De ondernemingen ondervonden dit aan een gestegen intrestvoet en aan het gestegen aantal waarborgen dat ze moesten geven. Ondernemingen die reeds een hogere schuldgraad hebben vormen een hoger risico voor de financiële instellingen. Het blijkt dan ook dat deze ondernemingen meer strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen dan ondernemingen die meer met eigen vermogen financieren.

Ondernemingen die een hogere schuldgraad hebben vormen dan ook een hoger risico voor de financiële instelling. De kans dat zij met financiële moeilijkheden te maken krijgen is dan ook hoger dan ondernemingen die vooral met eigen vermogen gefinancierd hebben. De resultaten van het empirisch onderzoek wijzen ook uit dat financiële instellingen sneller strengere kredietvoorwaarden opleggen aan ondernemingen met een hogere schuldgraad. Het grootste gevolg van deze strengere kredietvoorwaarden is dat een zeer groot aantal bedrijven meer investeringen is gaan uitstellen. Dit zorgt voor een macro economische implicatie, namelijk : wanneer financiële instellingen hun kredietvoorwaarden zodanig streng opstellen dat er voor veel bedrijven geen krediet meer voorhanden is, versterkt dit de negatieve gevolgen van de crisis. Er worden in het laatste hoofdstuk nog enkele resultaten van de empirische studie toegelicht en gekoppeld aan de theorie.

Over het algemeen kan men besluiten dat de economische crisis een sterke invloed heeft op ons investering- en financieringsbeleid. Het algemene negatieve klimaat dat rond de crisis heerst, alsmede de strengere kredietvoorwaarden opgelegd door de financiële instellingen zorgen ervoor dat ondernemingen een meer conservatieve kapitaalstructuur aanhouden en dat meer investeringen uitgesteld worden.

## Lijst van figuren

- Figuur 2.1 Aantal KMO's in België vanaf 2000 tot 2007
- Figuur 2.2 Overzicht van de mogelijke voor- en nadelen van KMO's
- Figuur 2.3 Financieringsvormen
- Figuur 4.1 KMO-Barometer studie Unizo
- Figuur 4.2 De waarde van het BBP in de VS, periode 1947- 2007
- Figuur 4.3 De waarde van de Amerikaanse aandelenmarkt gedeeld door de waarde van Amerikaanse productie, periode 1950 - 2008
- Figuur 4.4 Aantal faillissementen in België, periode 2007-2009
- Figuur 5.1 Relatiediagram van de variabelen
- Figuur 5.2 Overzicht van de variabelen

## Lijst van Tabellen

- Tabel 1a Overzicht vraag 5: *Static trade-off* of hiërarchie
- Tabel 1b Overzicht van de resultaten hiërarchische preferentie
- Tabel 2 Overzicht van de schuldgraad
- Tabel 3 Overzicht vraag 10: 'Werden meer investeringen uitgesteld dan voor de economische crisis?'
- Tabel 4 Overzicht vraag 8: 'Heeft u gemerkt dat banken een strenger kredietbeleid voeren sinds begin 2008?'
- Tabel 5 Overzicht vraag 9: 'Is u t.o.v. pre-2008 naar extra waarborgen gevraagd bij het afsluiten van een lening?'
- Tabel 6 Overzicht vraag 10: 'Is u t.o.v. pre-2008 een extra risicopremie (een extra hoge intrestkost) gevraagd bij het afsluiten van een lening?'

Tabel 7	Overzicht bootstrapfinanciering
Tabel 8	Overzicht antwoorden bootstrapfinanciering
Tabel 9	Overzicht van vraag naar meer financiering met eigen vermogen

## Lijst van afkortingen

AIG	:	American International Group
BCE	:	Bankruptcy cost effect
CDS	:	Credit default swap
CTE	:	Corporate tax effect
CWbv	:	Contante waarde van het belastingschild
ECB	:	Europese centrale bank
EV	:	Eigen vermogen
FOD	:	Federale overheidsdienst
IMF	:	International monetary fund
Ke	:	De kost/rendement van eigen vermogen
KMO	:	Kleine en middelgrote ondernemingen
Ks	:	Kost/rendement van schulden
M&M	:	Modigliani en Miller
NBK	:	Nettobedrijfskapitaal
NITE	:	Non-interest tax shield effect
NRENTA	:	Netto- rendabiliteit van het totale vermogen
O.a.	:	Onder andere
PTE	:	Personal tax effect
r	:	Kapitalisatievoet r

REV	:	Rendabiliteit van het eigen vermogen
S&P	:	Standard & Poor
SPSS	:	Stats Practically Short and Simple
$T_c$	:	De marginale belastingvoet van de vennootschapsbelasting
TCE	:	Transaction cost effect
$T_{pb}$	:	De marginale belastingvoet van de persoonlijke belastingen op inkomsten van schulden.
$T_{ps}$	:	De marginale belastingvoet van de persoonlijke belasting op inkomsten van aandelen.
VL	:	Waarde van de onderneming gefinancierd met zowel EV als VV
VS	:	Verenigde Staten
VTE	:	Voltijdse equivalenten
$V_u$	:	Waarde van de onderneming
VV	:	Vreemd vermogen
$VV_{kt}$	:	Vreemd vermogen op korte termijn
$VV_{Lt}$	:	Vreemd vermogen op lange termijn
WACC	:	Weighted-average cost of capital curve

## DEEL I : Literatuurstudie

### Hoofdstuk 1: Methodologische aspecten

Dit hoofdstuk heeft de bedoeling te komen tot het belang van het praktijkprobleem. Waarom dit een echt "probleem" is. Door een situering van het probleem te geven zal dit nader toegelicht worden. Een verdere analyse zal tot de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen leiden. Verder in dit hoofdstuk wordt beschreven hoe de onderzoeksopzet wordt opgevat.

#### **1.1 Situatieschets**

Voor de jaren '60 werd er door de pers niet veel aandacht aan de kleine en middelgrote onderneming geschonken. Het zouden vooral de grote ondernemingen zijn die voor welvaart en werkgelegenheid zorgden. De grote ondernemingen werden als meer centraal beschouwd, vooral de multinationale ondernemingen. Dit bleek echter incorrect, want vanaf de jaren '60 verloren de grote ondernemingen fors marktaandeel en begonnen ze te herstructureren met veel ontslagen als gevolg (Steijvers, 2006).

In diezelfde periode zagen veel kleinere KMO's het daglicht en werd hun economische rol als werkgever meer en meer duidelijk. De KMO's werden de 'ruggegraat' van de Belgische economie en zij schepten de meeste werkgelegenheid. De economische vitaliteit van landen over heel de wereld werd afhankelijk van kleine en middelgrote ondernemingen (Hubrechts, 2004).

Een eigenschap van kleine en middelgrote ondernemingen is de verscheidenheid van sectoren waarin ze operatief zijn en de verscheidenheid van activiteiten die ze uitvoeren. De flexibiliteit en dynamiek van een KMO heeft deels bijgedragen tot de herwaardering ervan. De kapitaalstructuur die het bedrijf dan voor ogen heeft is cruciaal voor het overleven en verder ontwikkelen van het bedrijf. Een KMO heeft ook significant andere eigenschappen dan een grote onderneming. Daarom is het nuttig om dit onderzoek over de kapitaalstructuur enkel toe te spitsen op Belgische KMO's. Ondernemingen kampen

vaak met het probleem van beperkte toegang tot financiële bronnen en het is interessant om hier een onderzoek rond te vestigen.

De eerste echte theorieën over kapitaalstructuurtheorieën ontstonden in 1958, door Modigliani en Miller's wereldberoemde artikel in "*American Economic Review*". Sindsdien zijn er veel studies geweid aan de kapitaalstructuur van ondernemingen en zijn er ook verschillende theorieën ontstaan. Dit eindwerk zal de kapitaalstructuur van Belgische KMO's onderzoeken in het licht van de huidige economische en financiële crisis.

## **1.2 Probleemstelling en centrale onderzoeksvraag**

In de context van de huidige economische crisis is het er voor bedrijven en specifiek de Belgische KMO's, niet gemakkelijker op geworden om financiële middelen aan te trekken. De financiering van grote ondernemingen verschilt duidelijk van deze van KMO's. Het meeste onderzoek naar kapitaalstructuren is gebeurd op het vlak van grote bedrijven (Yazdipour, 1991). De kleine onderneming was amper ooit bestudeerd in de studie omtrent moderne financieringstheorie. Een van de redenen hiervoor is dat er traditioneel vanuit gegaan werd dat kleine ondernemingen in essentie dezelfde managementprincipes zouden moeten toepassen als grote ondernemingen, maar dan op kleinere schaal (Welsh en White, 1981).

Ash en Audrets (1990) stelden vast dat de grootteverdeling van de ondernemingen zich aan het omkeren was : sinds het midden van de jaren '70 werden ondernemingen gemiddeld genomen kleiner. Dit had tot gevolg dat het aandeel van kleine ondernemingen in de totale populatie van ondernemingen toenam. Zij stelden ook dat kleine ondernemingen ideaal geplaatst zijn om in te spelen op de door hun gewijzigde omstandigheden (Voordeckers 1999), namelijk:

- de veranderende samenstelling van de arbeidsmarkt;
- de toegenomen globalisering;
- de verandering van consumentenvoorkeur, naar een meer gepersonaliseerd product.

Sinds de tweede helft van de jaren '80 nam de interesse voor het financieel management van kleine ondernemingen als onderzoeksobject toe (Voordeckers 1999). Dit blijkt bijvoorbeeld uit universiteiten die managementcursussen toegespitst op KMO's organiseren alsmede het ontstaan van financiële tijdschriften hieromtrent.

De economische crisis noopt bedrijven om efficiënter met hun middelen om te gaan. Het aantal faillissementen in België bereikte een recordhoogte in het jaar 2009. In de eerste drie kwartalen van 2009 legden in ons land in totaal al 6.981 bedrijven de boeken neer. Deze studie voert dan ook een onderzoek naar de kapitaalstructuur bij Belgische KMO's in tijden van crisis.

Om het aangehaalde praktijkprobleem samen te vatten kunnen we de volgende centrale onderzoeksvraag stellen: **“Heeft de economische crisis gevolgen voor de financiering van de Belgische KMO?”**



### **1.3 Deelvragen**

De centrale onderzoeksvraag is gericht op het praktische gedeelte van het onderzoek. Om dit praktijkgedeelte grondiger te onderzoeken dienen er enkele meer specifieke deelvragen beantwoord te worden:

#### ***1. Welke kapitaalstructuurtheorieën zijn er in de huidige literatuur?***

Omdat er al redelijk wat onderzoek gedaan is naar kapitaalstructuren van ondernemingen zou ik via het beantwoorden van deze vraag een uitgebreid overzicht willen creëren over de reeds bestaande relevante theorieën hieromtrent. Ook zal er een duidelijk beeld geschetst worden over de factoren die een invloed hebben op de kapitaalstructuur van een onderneming.

#### ***2. Wat is een economische crisis?***

Er bestaat nog geen eenzijdige definitie over het begrip economische crisis. Ik zou met deze deelvraag duidelijk willen maken wat nu kenmerken van een economische crisis zijn. Ook wordt er een grondig overzicht gegeven van de huidige economische crisis en de aanleidingen hiertoe.

#### ***3. Heeft de economische crisis een effect op de financiering van Belgische KMO's ?***

Dat de economische crisis de laatste maanden een duidelijke invloed heeft op vele bedrijfssectoren en industrieën staat buiten twijfel. Door deze vraag te stellen zou ik willen onderzoeken of de financieringsbeslissingen van Belgische KMO's gewijzigd zijn net omwille van deze crisis. Hierbij wordt de nadruk ook gelegd op de kredietvoorwaarden van financiële instellingen.

#### **1.4 Onderzoekdoelen en economische relevantie**

Met deze masterproef is het vooreerst de bedoeling een duidelijker overzicht te geven van de belangrijkste theoretische ontwikkelingen in het domein van de kapitaalstructuur. Hierbij richten we ons specifiek op KMO's.

Een onderneming start met een bepaald vermogen voor de uitvoering van al haar activiteiten. Dit kan door de onderneming worden samengesteld uit eigen vermogen en vreemd vermogen (VV). Het VV kan nog verder ingedeeld worden in VV op korte termijn en lange termijn. Wanneer een onderneming een bepaalde investering wil financieren met vreemd vermogen wordt dit meestal gedaan met de variant op lange termijn. Schulden op korte termijn zijn vaak leveranciersschulden of kortlopende kredieten ter ondersteuning van de operationele cyclus. De verhouding tussen vreemd en eigen vermogen wordt in de financieringswereld de kapitaalstructuur genoemd.

Het is voor een onderneming van groot belang dat ze de nodige middelen kan aanwenden om in haar financieringsbehoeften te voldoen en te vermijden dat ze in een financieel moeilijke positie terecht komt. Het is dan ook zeer belangrijk voor managers van een KMO om project na project een consistente financieringsbeslissing te nemen. Er zijn de laatste twee jaar zeer veel faillissementen geweest, grotendeels tengevolge van de economische crisis. Het is dan ook relevant om te bestuderen of de crisis invloed heeft op de financieringswijze van Belgische KMO's.

## **1.5 Onderzoeksopzet**

### 1.5.1 Literatuurstudie

Om de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen te kunnen beantwoorden, zal er in het onderzoek in de eerste plaats gebruik gemaakt worden van secundaire gegevens. Er zal een literatuurstudie gebeuren waarin de reeds bestaande bronnen worden samengebracht en vergelijkend onderzocht worden. Hieruit kunnen we de nodige conclusies trekken omtrent de eerste en tweede deelvraag. Verder wordt de derde deelvraag vooral beantwoord door empirisch onderzoek.

In hoofdstuk 1 wordt er een overzicht gegeven van de methodologie van deze studie

Vanaf hoofdstuk 2 kan u de terminologie terugvinden die gebruikt wordt in het onderzoek. Zo worden de meeste concepten gedefinieerd en wordt er toegelicht waarom dit onderzoek economisch relevant is. In hoofdstuk 2 wordt de Belgische KMO besproken. Er worden kenmerken besproken in de nationale en Europese context en er wordt een overzicht gegeven van mogelijke financieringsbronnen.

In hoofdstuk 3 worden verschillende reeds bestaande theorieën over kapitaalstructuren voorgelegd en zal er aandacht besteed worden aan Modigliani & Miller, de *Static trade-off* theorie, alsook de *Pecking order* en de *Market timing* theorie. Andere auteurs hebben ook nog bepaalde theorieën rond kapitaalstructuur ontwikkeld en deze worden ook kort vermeld.

In Hoofdstuk 4 wordt de economische crisis besproken. Eerst volgt er een historisch overzicht, met de aanleiding van de crisis. Verder worden de factoren aangehaald en besproken die ervoor gezorgd hebben dat we in deze situatie terecht zijn gekomen.

### 1.5.2 Empirisch onderzoek

Het tweede grote deel van deze masterproef zal u vanaf hoofdstuk vijf kunnen terugvinden. Hierin zal geprobeerd worden een antwoord te geven op de centrale onderzoeksvraag die eerder geformuleerd werd en de deelvragen, namelijk: **“Welke vorm van financieringsbronnen gebruiken Belgische KMO’s in huidige economische crisistijden?”**

De onderzoekseenheden, die in dit geval ook de waarnemingseenheden zijn, bestaan uit KMO’s binnen België.

Eerst en vooral wordt er door middel van enquêtes onderzocht of de bedrijven wel een specifieke target-kapitaalstructuur hebben of hadden in de periode voor de crisis en of deze meer neigen naar financiering met eigen vermogen. Ook wordt er specifiek ingegaan op hoe de relatie met de financiële instelling is geëvolueerd sinds de crisis en wat dit voor gevolgen heeft gehad.

Om over de nodige gegevens te beschikken zal er een enquêteonderzoek gedaan worden daar het een grote populatie betreft. De steekproef zal een honderdtal Belgische bedrijven tellen. België telde in 2007 al 797.627 KMO's (Unizo, 2007). Bij de selectie van de bedrijven zal de Belfirst –databank gebruikt worden en zal er rekening mee gehouden worden dat de KMO’s minstens 5 jaar bestaan. Dit is een vereiste om de evolutie van de kapitaalstructuur na te gaan voor en tijdens de crisis. Verder zal gewerkt worden met het enquêteprogramma Snap, waarbij de enquête op de server van de universiteit Hasselt beschikbaar zal zijn. Bedrijven worden dan aangespoord om de enquête online in te vullen. Er zal ook bij de bedrijven worden langsgedaan met enquêtes op papier, omdat de *incentive* om een enquête over de financiële cijfers van je bedrijf in te vullen waarschijnlijk hoger zal liggen bij persoonlijk en visueel contact.

## Hoofdstuk 2: De Belgische KMO

### 2.1 KMO's

De "kleine en middelgrote onderneming" is tegenwoordig in onze Europese samenleving goed vertegenwoordigd. Toch blijkt het niet eenvoudig een precieze definitie te geven voor de KMO in Europese context omdat deze zal verschillen naarmate de wetgeving anders is in de verschillende landen. In wat volgt wordt de definitie volgens de nationale boekhoudwetgeving gegeven en worden er enkele kenmerken van een KMO opgesomd.

#### 2.1.1 Definitie

Sinds 1 januari 2005 is er een nieuwe Europese definitie van kracht. Wijzigingen situeren zich in de plafonds en de bepaling van de zelfstandigheid van de KMO. Empirische studies in de bedrijfsfinanciering spreken soms van kleine ondernemingen wanneer ze het hebben over de kleinere beursgenoteerde ondernemingen. Nochtans kunnen deze ondernemingen niet als klein beschouwd worden in de context van dit onderzoek. Traditioneel wordt de indeling tussen kleine, middelgrote en grote ondernemingen gemaakt op basis van arbitraire en kwantitatieve criteria (Voordeckers, 1999). Achtereenvolgens zullen nu de definitie van de Vlaamse regering en de Europese Unie weergegeven worden.

#### **Definitie Vlaamse regering**

Een kleine onderneming is volgens de website van Unizo een onderneming:

- die minder dan 50 werknemers tewerkstelt;
- die met haar jaarlijks balanstotaal de 5 miljoen euro niet overschrijdt, of wel de jaaromzet van 7 miljoen euro niet overschrijdt;
- die het zelfstandigheids criterium in acht neemt.

Een middelgrote onderneming is een onderneming:

- die minder dan 250 werknemers tewerkstelt;
- die met haar jaarlijks balanstotaal de 27 miljoen euro niet overschrijdt, of wel de jaaromzet van 40 miljoen euro niet overschrijdt;
- die het zelfstandigheids criterium in acht neemt.

**- Definitie Europese Unie:**

- De onderneming stelt niet meer dan 250 werknemers (voltijdse equivalenten) tewerk;
  
- De jaaromzet van de onderneming bedraagt minder dan 40 miljoen euro of het balanstotaal bedraagt minder dan 27 miljoen euro;
  
- De onderneming wordt voor niet meer dan 25 procent rechtstreeks of onrechtstreeks gecontroleerd (via kapitaal of stemrecht) door één of meerdere bedrijven of investeerders die geen KMO zijn;
  
- Een groter aandeelhouderschap door banken of investeringsmaatschappijen wordt echter wel toegestaan.

Uit bovenstaande definities kan men afleiden dat de Europese unie geen onderscheid maakt tussen kleine en middelgrote ondernemingen en dat de Vlaamse regering dat wel doet.

2.1.2 Economisch belang

Tabel 2.1: Aantal KMO's in België vanaf 2000 tot 2007

	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007	
<b>Vlaanderen</b>	452.707	93%	451.419	93%	451.568	92%	453.500	93%	458.279	92%	465.387	92%	477.948	91%	489.972	91%
<b>Brussel</b>	90.284	92%	89.350	92%	88.970	92%	88.906	91%	89.952	91%	91.907	91%	95.013	90%	99.188	90%
<b>Wallonië</b>	225.797	92%	223.122	92%	221.208	92%	220.576	92%	221.538	92%	223.585	91%	227.772	91%	231.823	91%
<b>Onbekend</b>	12.462	93%	13.032	93%	13.616	94%	14.110	95%	14.417	94%	14.801	94%	15.268	94%	15.556	94%
<b>Federaal</b>	781.250	93%	776.923	92%	775.362	92%	777.092	92%	784.186	92%	795.680	92%	816.001	91%	836.539	91%

Bron: website graydon, 2008

In 2007 waren in België 836.539 KMO's actief. Dit bedraagt 91 procent van alle ondernemingen in België. In Vlaanderen zijn er in 2007 489.972 KMO's actief (vennootschappen en eenmanszaken tot 250 werknemers). Dat is 59 procent van het totaal aantal in België. Tussen 2000 en 2003 bleef hun aantal in Vlaanderen min of

meer stabiel op een niveau van ruim 450.000. Vanaf 2004 tot 2007 kan een continu stijgende trend in België waargenomen worden.

In 2007 zijn er 8% meer KMO's in vergelijking met 2000. Brussel vertegenwoordigt 12 procent van het totaal aantal KMO's in België, Wallonië 28 procent. Het aantal KMO's in Brussel nam in de periode 2000 tot 2007 toe met 10 procent. In Wallonië is er een toename van 2 procent voor diezelfde periode. In absolute cijfers is dit indrukwekkend, op 7 jaar tijd zijn er 55.289 KMO's bijgekomen in België. Een verklaring voor deze significante groei van KMO's in België kunnen in de volgende punten worden teruggevonden (Samuels e.a. 1995, blz. 992-994):

- De recessie van de jaren '80 was een stimulans voor velen om een eigen onderneming op te richten. Grote ondernemingen zagen veel concurrentie en er moesten veel afvloeiingen gebeuren om de productiviteit terug op peil te brengen. Veel ervaren werknemers zagen hun doorgroeimogelijkheden in grote bedrijven somber in en startten zelf een KMO.
- Kleine ondernemingen kunnen zich gemakkelijker en sneller aanpassen aan technologische veranderingen en veranderingen binnen de werkomgeving.
- Veel grote bedrijven willen werk uitbesteden aan gespecialiseerde KMO's. Hierbij willen ze risico's van de markt vermijden door risicovol werk uit te besteden omdat ze zelf niet over de nodige knowhow beschikken.
- De Belgische overheid heeft doorheen de jaren de oprichting van KMO's ondersteund en aangemoedigd.
- Consumenten prefereren meer gevarieerde en gespecialiseerde goederen. Dit komt door de stijging van het inkomen van de gemiddelde consument. Deze specifiekere goederen vormen grote kansen voor KMO's. Keerzijde van de medaille is dat, als de trends veranderen, de KMO meer kwetsbaar is voor faillissementen.

Ook moet men het verdwijnen van grote bedrijfssectoren niet vergeten: steenkoolmijnen, de Belgische staalindustrie en scheepsbouw zijn doorheen de jaren uitgestorven en dit maakte dat er veel werknemers hun eigen bedrijf wilden opstarten, om specifieke producten te maken op kleinere schaal.

Uit deze cijfers blijkt dat de KMO op economisch vlak zeer relevant is voor ons Land. Een eigenschap van KMO's is dat ze zeer heterogeen zijn.

## 2.2 Eigenschappen van een KMO

Traditioneel worden kwantitatieve criteria gebruikt om het onderscheid tussen kleine, middelgrote en grote ondernemingen te maken. Toch kan men in de literatuur enkele kwalitatieve karakteristieken vinden die men over het algemeen kan toepassen op elke KMO. Dit betekent echter niet dat elke KMO al deze eigenschappen bezit want een scheiding op basis van enkel kwalitatieve kenmerken is ook niet aan de orde. De onderstaande lijst mag ook niet als volledig worden beschouwd maar is ontstaan door enkele financieringsnaslagwerken over KMO's te hebben geraadpleegd.

### 1. Geen publieke verhandeling van effecten

Dit heeft als gevolg dat het voor een investeerder duurder is om een KMO van de hand te doen omdat er geen markt aanwezig is die een juiste prijs kan geven voor de te verkopen rechten. Ook heeft de KMO minder financiële informatie voorhanden. Dit maakt dat er minder kapitaalbronnen beschikbaar zijn en dat de kosten om aandelen uit te geven hoger zijn dan bij een grote onderneming.

### 2. Beperkte operationele zone

Grote ondernemingen kunnen hun activiteiten gemakkelijker spreiden ten opzichte van KMO's omdat ze volgens verschillende studies op meer plaatsen aanwezig zijn en zich kunnen aanpassen aan de lokale markt.

### 3. Weinig scheiding tussen eigendom en controle

Het gevolg van dit kenmerk is dat de manager beslissingen kan nemen die in zijn eigen voordeel zijn, eventueel ten nadele van de aandeelhouders. Zo kan hij bijvoorbeeld zijn premies verhogen zonder dat de andere schuldeisers hier zeg in hebben. Het agency probleem is hier dus wel vertegenwoordigd, maar vooral toepasbaar op de relatie met andere stakeholders zoals leveranciers, klanten en kapitaalverschaffers. Volgens Keasey en Watson (1993) is de agency relatie tussen manager en aandeelhouder minder relevant omdat in kleine en middelgrote ondernemingen de aandeelhouders meestal de managers zelf zijn.



4. Beperkte publicatieverplichtingen van financiële gegevens

Beperkte publicatieverplichtingen van financiële gegevens maakt dat de financiële instellingen een hoger rendement zullen vragen voor geleend kapitaal daar het risico op faillissement voor hen hoger ligt dan bij grote ondernemingen waar er jaarlijks een volledig financieel resultaat wordt gepubliceerd dat raadpleegbaar is.

5. Geen uitgebouwd managementteam

Een managementteam van een KMO bestaat meestal slechts uit één of enkele managers. Dit maakt dat het team vaak niet over alle managementcompetenties beschikt en men weet vaak niet wat te doen als er een manager uitvalt. Dit zorgt voor hogere onderhandeling- en faillissementskosten.

6. Familiaal karakter

Volgens Lievens (2001) zijn heel veel KMO's in België familiebedrijven. Hij beschrijft familiebedrijven als een bedrijf met twee voorwaarden:

1. de meerderheid van de aandelen(+50%) moet in het bezit zijn van één familie.
2. het algemeen management van het bedrijf moet ook gebeuren door dezelfde familie.

Deze situatie kan ervoor zorgen dat er spanningen ontstaan tussen de familieleden omwille van de familiale privésfeer tussen de eigenaars. Hiermee wordt bedoeld dat er in bedrijven snel de familiale hiërarchie wordt doorgetrokken, terwijl deze binnen de onderneming niet aan de orde is. Dit zorgt er dan voor dat bepaalde bestuurders niet optimaal hun eigen mening kunnen uiten en dit komt niet ten goede aan de efficiëntie van de onderneming.

7. Overdracht van ondernemingen tussen generaties

Een ander probleem is de opvolging in een KMO. Daar het vaak familiebedrijven betreft, kan het zijn dat de erfgenamen van de hoofdaandeelhouder niet geïnteresseerd zijn in het bedrijf en zo zal het slechts één generatie overleven. Grote ondernemingen hebben vaak aandeelhouders die er samen voor zorgen dat het bedrijf over generaties heen operationeel blijft.

### 8. Efficiënt produceren

Omdat KMO's zich vaak specialiseren en lagere vaste kosten hebben dan grote ondernemingen kunnen ze specifiekere producten vaak goedkoper produceren.

### 9. Minder investeren in opleiding van personeel

KMO's hebben vaak minder nood aan formele opleiding omdat hun werkplekken zoveel leermogelijkheden bieden (Delmotte e.a., 2001). Toch blijkt uit onderzoek dat bedrijven met grote leermogelijkheden juist wel investeren in opleiding.

### 10. Lagere beloning

Uit dezelfde studie blijkt dat de bedrijfsdimensie een belangrijke invloed heeft op de hoogte van het loon: grote bedrijven betalen beter voor gelijk(waardige functies dan KMO's. Toch zien we dat prestatiegerelateerde beloningsvormen ook in deze ondernemingsvorm aan een opmars bezig is (Delmotte e.a., 2001).

De kleinschaligheid van een KMO kan volgens de literatuur mogelijke voor- en nadelen hebben: deze worden weergegeven in onderstaande tabel. Een zeer voornaam nadeel dat in het onderzoek naar boven zal komen is dat KMO's in het algemeen meer beperkte toegang hebben tot financiële middelen (Delmotte, 2001).

Tabel 2.1 : Overzicht van de mogelijke voor- en nadelen van Kmo's

Mogelijke voordelen	Mogelijke nadelen
Flexibiliteit (geen bureaucratie) Snelheid van beslissen	Laag professionalisme Lage graad van delegatie (geen afstand kunnen nemen)
Familiaal karakter (eenheid van eigendom en leiding) - Sterke motivatie  - Vakkennis - Vlotte samenwerking - Vlotte communicatie	Weinig strategische planning  Financieringsproblemen (beperkte financiële middelen, bv. een lage investeringscapaciteit) Communicatiekloof met overheid Minder personeelsbeleid Familiaal karakter (twee werelden: familie en bedrijf)
Specialisatie en kwaliteitszorg	Afhankelijkheid t.o.v. klanten en leveranciers (geen marktmacht)
Snel inspelen op de omgeving (aanpassingsvermogen) Bedrijfscultuur (persoonlijke relatie met personeel, teamgeest)	Weinig impact op de omgeving  Slechtere arbeidsmarktpositie werknemers (weinig doorgroeimogelijkheden, lagere beloning)
Platte en vlakke organisatiestructuur	Weinig risicospreiding (vaak afhankelijk van één markt, gevoelig voor schommelingen)

Bron: Delmotte , 2001

### 2.3 Financieringsvormen

In dit deel worden in het kort de mogelijkheden opgesomd waarmee een onderneming zijn bedrijfsactiviteiten kan financieren. Het is niet de bedoeling in detail te gaan want dit zou niet bijdragen tot de relevantie van dit werkstuk. Verder worden ook de meest gebruikte ratio's voor het analyseren van de financiële data weergegeven.

Een onderneming heeft een vermogen nodig om in zijn dagelijkse activiteiten te voorzien. Traditioneel zijn er twee soorten van vermogen: eigen vermogen en vreemd vermogen.

Vreemd vermogen is het vermogen dat door derden in de onderneming is gebracht. Voorbeelden hiervan zijn een hypothecaire lening, kortlopende kredieten, obligatieleningen of schulden aan leveranciers. Er is aan dit vermogen een vervaldag gebonden, waarbij de onderneming zich bij het aantrekken van dit vermogen ertoe heeft verbonden het vreemd vermogen terug te betalen op deze vervaldag. Vaak is hier ook een intrestkost aan verbonden, afhankelijk van het risico ingeschat dat de schuldeiser eraan hecht. Het gedeelte van het vermogen van de onderneming dat niet uit vreemd vermogen bestaat is eigen vermogen en wordt opgedeeld in :

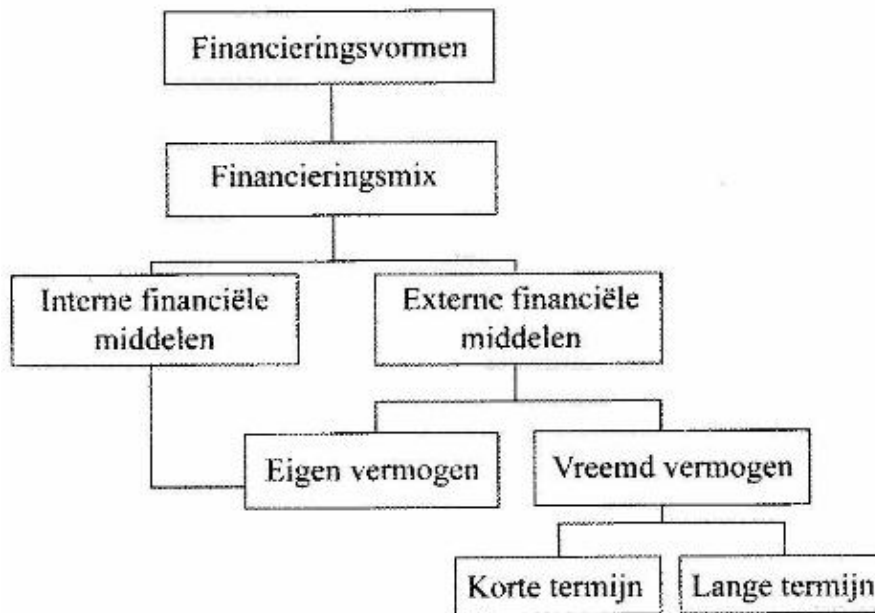
- Kapitaal
- Kapitaalsubsidies
- Overgedragen winst
- Herwaarderingsmeerwaarden
- Uitgiftepremies
- Reserves

Eigen vermogen is vermogen dat continu aanwezig is in de onderneming en dat enkel bij vereffening van de onderneming teruggevraagd kan worden.

Jorissen (2006) zegt dat men vreemd vermogen kan opdelen in  $VV_{Lt}$  en  $VV_{Kt}$ . De korte termijn is traditioneel minder dan 1 jaar.  $VV_{Kt}$  bestaat uit de balanspost 'schulden op ten hoogste één jaar'.  $VV_{Lt}$  bestaat op zijn beurt uit 'schulden op meer dan één jaar' en 'voorzieningen en uitgestelde belastingen'.

Als voor een onderneming duidelijk is welke financieringsbehoeften ze heeft, moet ze de keuze maken welke financieringsvorm ze wil gebruiken. Figuur 3.1 geeft schematisch weer uit welke financieringsvormen de onderneming kan kiezen bij de samenstelling van hun financieringsmix.

Figuur 2.2 : Financieringsvormen



bron: Laveren e.a., 2004

### 2.3.1 Zelffinanciering

Zelffinanciering wil zeggen dat de onderneming eigen middelen genereert. De middelen die ontstaan uit de werking van de onderneming en waarover ze vrij kan beschikken kan men op de balans terugvinden door de som van de ingehouden winsten en de niet-kaskosten (voorzieningen, afschrijvingen en waardeverminderingen) te maken. Onder deze middelen kunnen we ook de *bootstrap*financiering rekenen. Dit zijn een groep methoden waarbij eigen vermogen wordt aangetrokken zonder externe hulp. Voorbeelden hiervan zijn het vragen van langere betalingsuitstel bij leveranciers, eisen van snellere betaling bij klanten, gebruik maken van kredietkaarten zodat goederen kunnen gekocht worden en pas aan het einde van de maand betaald moeten worden.

### 2.3.2 Externe financiering met eigen vermogen

Als de onderneming extra middelen wil aantrekken kan ze ervoor opteren om een kapitaalsverhoging door te voeren. Dit wil zeggen dat de bestaande aandeelhouders extra kapitaal inbrengen of dat er nieuwe aandeelhouders worden aangetrokken. Het verschil met externe financiering met vreemd vermogen bestaat erin dat er bij deze vorm geen druk is om het kapitaal terug te betalen of dat er een extra intrestkost ontstaat. Het eigen vermogen van de onderneming wordt versterkt en dit wordt in België door de overheid gestimuleerd door de notionele interestaftrek. Een gedeelte van het eigen vermogen zal van het jaarlijks resultaat van de onderneming worden afgetrokken onder de noemer 'risicokapitaal', waardoor de onderneming minder vennootschapsbelasting zal moeten betalen.

### 2.3.3 Externe financiering met vreemd vermogen op lange termijn

Een onderneming kan ook opteren voor het aangaan van een LT krediet bij een financiële instelling. Er bestaan talrijke mogelijkheden om op LT een financiering aan te gaan.

Voorbeelden hiervan zijn :

- het investeringskrediet
- het wentelkrediet
- de hypotheeklening
- de obligatielening
- de leasing
- de lening op afbetaling
- de achtergestelde lening

### 2.3.4 Externe financiering met vreemd vermogen op korte termijn

Deze rubriek omvat de financieringsmogelijkheden die op korte termijn kunnen worden afgesloten. Voorbeelden zijn :

- het kaskrediet
- het discontokrediet
- de straight loan
- factoring
- handelsschulden
- het bankacceptkrediet

## **2.4 Financieringspolitiek van KMO's**

Hughes' onderzoek (1997) verklaarde dat het aandeel vaste activa in de totale activa lager is bij KMO's en dat ze in grotere mate beroep doen op korte termijnleningen dan grote ondernemingen. De rest van de schuldenstructuur van een KMO zou niet fundamenteel verschillen van de schuldenlast van een grote onderneming.

Om nieuw kapitaal aan te trekken hoeft een onderneming niet altijd beroep te doen op het bankwezen. Het eigen vermogen van de onderneming is belangrijk, relevant en kan financieel geoptimaliseerd worden. KMO's die enkel gebruik maken van financiering met eigen vermogen lopen dan wel de talrijke voordelen die aan schuldfinanciering verbonden zijn, zoals het belastingeffect van interesten, mis. Een gevolg hiervan is dat op korte termijn de kaskredieten sterk vertegenwoordigd zijn bij KMO's. Dit is een korte termijnlening bij een financiële instelling die een grote interestlast met zich meebrengt. KMO's verkiezen financiering met eigen vermogen omwille van verschillende redenen :

- onafhankelijkheid t.o.v. financiële instellingen;
- onafhankelijkheid t.o.v. aandeelhouders;
- de mogelijkheid om macht over bedrijf te behouden;
- vertrouwen krijgen van de financiële instellingen.

## **2.5 De financiële Drievuldigheid : Rendabiliteit, Liquiditeit en Solvabiliteit**

Er bestaan verschillende technieken voor de financiële analyse van accountinggegevens van ondernemingen. Zo baseren financiële instellingen hun beslissing om al dan niet een krediet toe te kennen vaak op een of meerdere analysetechnieken. Bij de beoordeling van een onderneming komt het erop aan een uitspraak te doen over de gezondheidstoestand van de onderneming. Een financiële toestand van de onderneming doorlichten brengt de zwakke en sterke punten aan het licht en laat toe eventuele ziekteverschijnselen op te sporen (Jorissen, 2006). De balans geeft inzicht in de solvabiliteit, rendabiliteit en liquiditeit van de onderneming.

### 2.5.1 Solvabiliteit

Solvabiliteitsratio's laten toe te controleren in welke mate de onderneming beroep doet op schulden en in welke staat ze verkeert om deze verplichtingen na te komen in het licht van de continuïteit van de onderneming op lange termijn. Hoe groter de

schuldgraad, hoe kleiner de bescherming van de schuldeisers (Laveren, 2004) en hoe kleiner de buffer van het eigen vermogen is. Deze buffer moet ervoor zorgen dat in financieel moeilijke omstandigheden aan de verplichtingen voldaan kan worden.

De schuldgraad van een onderneming wordt uitgedrukt door:

**Algemene schuldgraad:**  $(\text{Vreemd vermogen} / \text{Totaal vermogen}) \times 100$

Deze ratio kan net zoals op de balans opgesplitst worden in lange en korte termijn :

**Schuldgraad Lt** :  $(\text{VV}_{\text{Lt}} / \text{Totaal vermogen}) \times 100$

**Schuldgraad Kt** :  $(\text{VV}_{\text{Kt}} / \text{Totaal vermogen}) \times 100$

Een andere ratio die ongeveer dezelfde informatie geeft is de graad van financiële autonomie:

**Graad van financiële autonomie:**  $(\text{Eigen vermogen} / \text{Totaal vermogen}) \times 100$

Dit kengetal geeft de financiële onafhankelijkheid van de onderneming weer, alsook de mate waarin haar solvabiliteit op de proef zal gesteld worden door de druk van de langetermijnschulden. Een waarde groter dan 50 procent duidt op een grote financiële zelfstandigheid, terwijl een waarde tussen 33 procent en 50 procent voldoende is (Laveren, 2004).

Verder zijn er nog enkele dekkingsratio's die controleren of de onderneming zijn intrestkosten en kapitaalaflossingen kan dekken, maar deze worden hier niet verder besproken.

### 2.5.2 Rendabiliteit

Aandeelhouders beleggen hun geld in ondernemingen met als hoofddoel een rendement te behalen dat voldoende is om het risico te compenseren. Dit rendement zal moeten voortvloeien uit het feit dat de onderneming een dermate positief winstsaldo behaalt. Er is pas waardecreatie als het rendement groter is dan de kost van het eigen vermogen. Aandelenkapitaal is risicovol waardoor de rendabiliteit slechts als positief aangezien kan worden indien de ratio de rentestand van een lening op lange termijn overstijgt.

De rendabiliteit van het eigen en totale vermogen wordt uitgedrukt als :

**Rendabiliteit EV** : (Nettowinst / Eigen vermogen) x 100

**Rendabiliteit TV** : (Nettowinst+ Interest na tax / Totale vermogen) x 100

Er bestaat een verband tussen de rendabiliteit van het eigen vermogen (REV) en de rendabiliteit van het totaal der activa (NRENTA) als gevolg van de financiële hefboomwerking. Deze treedt op wanneer de onderneming voor het financieren van activa, kapitaal gebruikt die een vaste financiële kost met zich meebrengt. Laveren (2006) stelt dat ondernemingen slechts bereid zijn om met vreemd vermogen te financieren als de financiële hefboom positief is. Dit is het geval wanneer de rendabiliteit van het geïnvesteerde actief groter is dan de vaste financiële kost, verbonden aan het aangewende vreemd vermogen.

In formulevorm ziet dit er zo uit :

$$REV = NRENTA + (NRENTA - \text{gemiddelde rentevoet } VV) \times \frac{VV}{EV}$$

Financiële hefboomwerking heeft ermee te maken dat de kapitaalstructuur effect heeft op de hoogte van de winsten beschikbaar voor de aandeelhouders. Het rendement dat aan de verstrekkers van het eigen vermogen (aandeelhouders) toekomt, is gelijk aan het rendement op het totale kapitaal vermindert met de rentelast op het vreemd vermogen. De theorie zegt en bewijst dat de rendabiliteit van het eigen vermogen stijgt als men meer met vreemd vermogen en minder met eigen vermogen gaat financieren en dit zolang de rendabiliteit van het totale vermogen (NRENTA) groter is dan de rendabiliteit van het vreemd vermogen (gemiddelde rentevoet VV).

### 2.5.3 Liquiditeit en werkkapitaal

Onder liquiditeit verstaat men de verhouding van het totaal op korte termijn te betalen schulden en de daarvoor beschikbare of op korte termijn beschikbaar komende middelen (Laveren, 2006). De liquiditeit van een onderneming is nauw verbonden met het werkkapitaal, of het nettobedrijfskapitaal (NBK). Het nettobedrijfskapitaal kan op twee manieren worden gedefinieerd. Namelijk als het verschil tussen het permanent vermogen en de vaste activa of als het verschil tussen de beperkte vlottende activa en het vreemd vermogen op korte termijn.

$$NBK = \text{Beperkt vlottende activa} - VV_{kt}$$



Hieruit volgt dat als het NBK positief is, de vlottende activa groot genoeg zijn om de korte termijn schulden te betalen. Een negatieve NBK en duidt echter op dat de vlottende activa niet voldoende zijn om de korte termijnschulden af te betalen en dit kan tot liquiditeitsproblemen leiden als de schuldeisers op korte termijn niet bereid zijn om hun schulden te hernieuwen.

Andere liquiditeitsratio's zijn:

- de quick ratio
- de thesaurietoestand
- de omloopsnelheid van het leverancierskrediet
- de omloopsnelheid van het klantenkrediet en
- de omloopsnelheid van de voorraad en bestellingen in uitvoering

## 2.6 Besluit

In hoofdstuk twee werd aandacht besteed aan de kleine en middelgrote onderneming. De definitie van de Vlaamse regering werd vergeleken met die van de Europese Unie. Verder werden er enkele eigenschappen van een KMO aangehaald, alsook de financieringspolitiek en mogelijke financieringsvormen die de onderneming kan aanwenden voor het komen tot een goed bedrijfsresultaat. De begrippen solvabiliteit, rendabiliteit en liquiditeit worden het meest gebruikt om de financiële situatie van een onderneming te beoordelen. In het hoofdstuk worden deze begrippen toegespitst en worden er enkele belangrijke financiële ratio's verder uitgewerkt. We kunnen dan ook besluiten dat verschillende ondernemingen een zeer groot scala van financieringsmogelijkheden voorhanden hebben om hun bedrijfsactiviteiten te financieren.

## Hoofdstuk 3: Kapitaalstructuurtheorieën

### 3.1 Inleiding

Om de ondernemingsactiviteiten te financieren hebben de managers de keuze te financieren met eigen vermogen of vreemd vermogen. Een juiste keuze van financieringsvorm, die de kapitaalstructuur bepaalt, kan het verschil betekenen tussen het overleven en groeien van een onderneming of het in faling gaan ervan (Hubrechts 2005). Daarom is er in de literatuur ook zoveel ruimte gewijd aan studies over kapitaalstructuur.

#### 3.1.1: De traditionele theorieën

Voor het Modigliani-Miller tijdperk werd aangenomen dat er een optimale kapitaalstructuur bestaat waarbij de gewogen gemiddelde kapitaalkost minimaal is en de waarde van de onderneming maximaal. Er bestaat volgens de traditionalisten een gebied waarbij schuldfinanciering goedkoper is dan aandelenfinanciering, waardoor de *weighted average cost curve* daalt. Vanaf een bepaald punt zal de WACC toenemen omdat enerzijds het aanhouden van obligaties en andere vastrentende effecten riskanter wordt. Een andere reden is dat aandeelhouders wegens dit gestegen risico een hogere vergoeding zullen eisen. De waarde van de onderneming is maximaal op het punt waar de WACC minimaal is.

De traditionalisten namen bij de ontwikkeling van hun gedachtegang de volgende assumpties aan:

1. De kapitaalmarkten zijn perfect. Dit impliceert dat effecten die perfecte substituten zijn van elkaar eenzelfde koers hebben.
2. De beleggers maken schattingen omtrent de toekomstige bedrijfswinsten die kunnen worden weergegeven door een waarschijnlijkheidsverdeling met een gemiddelde waarde en een variantie.
3. De onderneming keert alle nettowinsten uit als dividend aan de aandeelhouders. Er worden m.a.w. geen winsten ingehouden.
4. De gemiddelde waarde van de verwachte bedrijfswinsten blijft in elke periode constant. Er is dus geen groei.

## 3.2: Modigliani & Miller

### 3.2.1: Modigliani & Miller zonder vennootschapsbelasting

Het theorema van Modigliani Miller vormt de basis van het moderne denken over kapitaalstructuren.

In hun beroemde theorema haalden ze als eerste stelling aan dat er geen verband is tussen de waarde van de onderneming ( $V_u$ ) en de kapitaalstructuur van de onderneming. De marktwaarde zou dan volgens M&M bepaald worden door het verwachte rendement en de risicoklasse waarin de onderneming zich bevindt. Bedrijven worden volgens hen ingedeeld in risicoklassen aan de hand van rendement. Binnen eenzelfde klasse is de verhouding "verwacht rendement/ prijs per aandeel" gelijk en zijn alle aandelen dus in verhouding even winstgevend. M&M's eerste stelling impliceert dan een volledige scheiding van investering- en financieringsbeslissing.

De eerste stelling van M&M in formulevorm is als volgt (Engelen, 2004):

$$V_L = S_L + B_L = \frac{E(x)}{K_u}$$

Met  $V_L$  : de totale marktwaarde van de onderneming L

$S_L$ : de marktwaarde van het eigen vermogen

$B_L$ : de marktwaarde van het vreemd vermogen

$E(x)$ : gemiddelde waarde van de verwachte toekomstige bedrijfswinsten van onderneming L

$K_u$ : Kapitalisatievoet voor een onderneming die volledig met  $E_v$  is gefinancierd in een bepaalde risicoklasse K

Modigliani en Miller namen naast de assumpties van de traditionalisten nog enkele andere aan:

1. Individuele beleggers en ondernemingen kunnen aan eenzelfde rentevoet ontlene en uitlenen.
2. De ondernemingen gebruiken enkel twee soorten financieringsmiddelen: risicovrije obligaties en risicodragend aandelenkapitaal.
3. De kosten verbonden aan financiële moeilijkheden zijn nul.
4. De effecten van obligatieleningen, evenals aandelen, worden in een perfecte markt verhandeld. Dit impliceert o.a. dat er geen belastingen worden geheven.
5. De obligaties hebben alle eenzelfde opbrengstvoet die gelijk is aan de marktintrestvoet.
6. De beleggers beschouwen de opbrengst van de effecten van obligatieleningen als een zeker, risicovrij inkomen, zodat de marktintrestvoet de gepaste kapitalisatievoet is om de overeenkomstige inkomensstroom te kapitaliseren.
7. De bedrijfswinsten en andere winsten zijn perpetuïteiten.
8. De ondernemingen kunnen in risicoklassen worden ingedeeld, waarbij alle ondernemingen uit dezelfde klasse dezelfde graad van bedrijfsrisico hebben.

De tweede stelling van Modigliani en Miller ziet een verband tussen  $k_e$  en de kapitaalstructuur. Deze stelling gaat als volgt: "*The expected yield of a share of stock is equal to the appropriate capitalization rate  $k_u$  for a pure equity stream in the class, plus a premium related to financial risk equal to the debt-to-equity ratio times the spread between  $k_u$  and  $r$* " (M&M, 1958, p. 271). M.a.w. als het rendement dat de verschaffers van het vreemd vermogen op bijkomend vreemd vermogen ( $k_s$  of  $r$ ) vereisen onafhankelijk is van de kapitaalstructuur, het door de verschaffers van het eigen vermogen vereiste rendement ( $k_e$ ) lineair afhankelijk is van de verhouding tussen de marktwaarde van het vreemd en het eigen vermogen van de onderneming.

Naarmate meer vreemd vermogen wordt opgenomen, verhoogt immers het financieel risico, waardoor de verschaffers van het eigen vermogen meer rendement wensen te bekomen (Laveren, 2004).

$$Ke = Ku + (Ku - r) \frac{Bl}{Sl}$$

In hun derde en laatste stelling in een wereld zonder belastingen stellen Modigliani en Miller dat de minimaal vereiste opbrengstvoet voor een nieuwe investering onafhankelijk is van de hoeveelheid schulden die zal worden aangegaan om deze investering te financieren. De opbrengstvoet moet minimaal de kapitalisatievoet  $K_u$  bedragen. Als gevolg is de kapitalisatievoet gelijk aan de kapitaalstructuur en dit brengt mee dat de investerings en financieringsbeslissingen volledig van elkaar gescheiden kunnen worden.

### 3.2.2 Modigliani & Miller met vennootschapsbelastingen (CTE)

Vijf jaar na hun publicatie pasten Miller & Modigliani hun stellingen aan. Dit keer bemerkten ze dat intrestkosten die afgetrokken worden van de winst\*, de belastbare basis verminderen en dus intrest als een belastingschild kan aanzien worden. Dit is niet het geval bij de vergoeding van het eigen vermogen en dus kan vreemd vermogen als een meer voordelige financieringsbron gezien worden.<sup>1</sup>

Bijgevolg moesten ze hun stellingen aanpassen en hun eerste stelling werd dan tegengesproken. Deze luidde na aanpassing : "De marktwaarde van de onderneming is afhankelijk van de kapitaalstructuur van de onderneming". Door dat financiering met vreemd vermogen een belastingschild veroorzaakt en eigen vermogen niet, zal de waarde van het bedrijf stijgen naarmate er meer met vreemd vermogen gefinancierd is.

In formulevorm ziet dit er zo uit

$$CWbv = \frac{(tv \times r \times B)}{r} = tv \times B$$

Met  $t_v$  : vennootschapsbelastingvoet

$r$  = intresten op schuldkapitaal

---

<sup>1</sup> De overheid stimuleert het gebruik van eigen vermogen door het invoeren van de 'notionele interestaftrek'.

B= Schuldkapitaal

Om de waarde van de onderneming met schuld te kennen moet de contante waarde van dit belastingschild CWbv moet dan opgeteld worden bij de waarde van de onderneming die volledig met eigen vermogen werd gefinancierd. Dit wordt uitgedrukt als :

$$V = V_z + CW_{bv}$$

Met : V = totale waarde van de onderneming

V<sub>z</sub>= waarde van de onderneming die volledig met Ev is gefinancierd

CW<sub>bv</sub> = contante waarde van het belastingschild.

De kapitaalkost, gedefinieerd in de tweede stelling van Miller & Modigliani zal nu ook beïnvloed worden door vennootschapsbelasting en zal er in formulevorm als volgt uitzien:

$$K_e = K_u + (1-t)(K_u - r)\left(\frac{Bl}{Sl}\right)$$

Deze functie is nu geen lineaire rechte meer maar er zal door de stijging van de ratio VV/EV een verminderd effect ontstaan op de stijging van het rendement dat de aandeelhouders eisen. De stijging van de kost van het eigen vermogen (ke) zal verminderd worden met factor t bij een stijging van de schuldgraad.

Veel studies na Modigliani & Miller bestudeerden de imperfecties van de kapitaalmarkt. Hierin werden er vele nadelen gevonden van schuldfinanciering. Het afwegen tussen voor- en nadelen van schuldfinanciering staat bekend onder de naam "*Static Trade-off Theory*". In dit model hebben ondernemingen een target schuldratio die ze geleidelijk aanpassen. Als de onderneming zich boven de target schuldratio bevindt is de waarde van de onderneming niet optimaal, omdat de nadelen van schuldfinanciering groter zijn dan de voordelen ervan. Daarom wordt er door de theorie verwacht dat ondernemingen die zich in zulke positie bevinden hun schuldgraad zullen laten dalen om de optimale target schuldratio te bekomen en de waarde van de onderneming te maximaliseren. Voor een onderneming die zich onder de target schuldratio bevindt zal verwacht worden dat

deze zijn schuldgraad zal laten stijgen en meer gebruik maakt van de voordelen van schuldfinanciering.

Deze *Static Trade-off* theorie stelt dus dat bedrijven hun schuldgraad optimaliseren door de voor- en nadelen van schuldfinanciering tegenover elkaar af te wegen. Interestbetalingen zijn fiscaal aftrekbaar en vormen zoals eerder vermeld een belastingschild. Een stijging van de schuld zal dus het belastingschild vergroten en door deze schulden zal er ook een stijging in de kans op kosten van financiële moeilijkheden ontstaan.

$$V_l = V_u + CTE - PTE - NITE - BCE - TCE - ACE$$

Met :

- CTE = corporate tax effect
- PTE = personal tax effect
- NITE = non-interest tax shield effect
- BCE = bankruptcy cost effect
- TCE = transaction cost effect
- ACE = agency cost effect
- $V_l$  = waarde van de onderneming gefinancierd met zowel  $E_v$  als  $V_v$
- $V_u$  = waarde van de onderneming gefinancierd met enkel  $E_v$

### 3.2.3 Merton Miller's theorie over personenbelasting (PTE)

In 1977 kwam Miller met een meer uitgebreid model waar personenbelasting in opgenomen werden. Miller zegt in dit artikel, in tegenstelling tot zijn eerdere publicaties, dat de kapitaalstructuur van de onderneming, irrelevant is voor het bepalen van de waarde van de onderneming. Er is een evenwichtspunt in de kapitaalstructuur van een onderneming, waar personenbelasting en vennootschapsbelasting elkaar teniet doen en men dus terugkeert naar het oorspronkelijke M&M model met vennootschapsbelastingen. Op dit punt zou het indifferent zijn voor de waarde van de onderneming of men met aandelen of schulden gaat financieren. Voorwaarde hiervoor is dat men aanneemt dat er geen winstbelasting bestaat.

In formulevorm werkte Miller dit als volgt uit :

$$\text{Belastingvoordeel} = V_l - V_u = \left(1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_{ps})}{1 - T_{pb}}\right) \times D$$

Waarbij

$T_c$  = de marginale belastingvoet van de vennootschapsbelasting

$T_{ps}$  = de marginale belastingvoet van de persoonlijke belasting op inkomsten van aandelen

$T_{pb}$  = de marginale belastingvoet van de persoonlijke belastingen op inkomsten van schulden

$D$  = de marktwaarde van de schulden

Als  $t_{ps}$  en  $t_{pb}$  gelijk zijn aan elkaar dan wordt het model teruggebracht naar het oorspronkelijke model met vennootschapsbelasting. Men kan alleen van een belastingvoordeel verbonden aan het gebruik van schulden spreken als het product in de teller kleiner is dan  $(1 - t_{pb})$ . Als het product in de teller gelijk is aan  $(1 - t_{pb})$  kan men dus spreken van het indifferentiepunt waarbij het belastingvoordeel van schulden teniet wordt gedaan door persoonlijke belastingen.

Men kan besluiten dat indien winstbelasting word geheven op uitgekeerde winsten er geen indifferentiepunt is en er dus altijd een belastingvoordeel verbonden is aan schuldfinanciering.



### **3.2.3.1 Niet-intrestgebonden belastingvoordelen (NITE)**

In 1980 voegden Angelo en Masulis deze determinant toe aan het Miller model. Met deze determinant worden voordelen bedoeld die verbonden zijn aan niet-kaskosten: afschrijvingen, voorzieningen en waardeverminderingen. Naarmate men meer fiscale interesten aftrekt en dus de winst beperkt, zal men hier minder van kunnen profiteren. Het is dan ook niet juist als men zegt dat schuldfinanciering altijd voor een belastingvoordeel zorgt. De winst moet ook hoog genoeg zijn. De winst verminderd met de niet-intrestgebonden belastingvoordelen moet met name groter zijn dan de interestbetalingen op schulden.

### **3.2.3.2 Kosten verbonden aan financiële moeilijkheden (BCE)**

Bedrijven die met vreemd vermogen financieren kunnen hier ook nadelen van ondervinden. Als een onderneming schulden aangaat, moet ze interesten betalen en het geleende bedrag ook terugbetalen. Is ze er niet toe in staat om de vaste verplichtingen na te leven, leidt dit tot kosten verbonden aan financiële moeilijkheden. De waarde van het bedrijf hangt hier ook van af volgens het *Static trade-off* model.

Als men met vreemd vermogen financiert zijn de interestlasten een vast bedrag en niet gerelateerd aan het resultaat van de onderneming. Hoe hoger de schuldfinanciering, des te hoger de interestlasten zijn die het bedrijf moet betalen. Bij een eventuele minder grote, of negatieve winst, kan de beschikbare cash onvoldoende zijn om de interestbetalingen te dekken. Dus hoe hoger de schuldfinanciering is, hoe hoger de interestlasten en hoe hoger de kosten van kans op financiële moeilijkheden. Voordeckers (1996) stelt dat naarmate een bedrijf meer leent de kans op de kosten van financiële moeilijkheden stijgen. Vanaf een bepaalde schuldratio zullen ze groter zijn dan de opbrengsten van de interestaftrek. Deze schuldratio waar de marginale faillissementskosten gelijk zijn aan de marginale belastingvoordelen noemt men de optimale schuldratio. De kosten die aan de kans op financiële moeilijkheden verbonden zijn, zijn enerzijds direct, zoals administratiekosten voor het faillissement af te handelen en anderzijds indirect, zoals bijvoorbeeld de minderwaarden die men oploopt door de verkoop van activa om de liquiditeit van de onderneming te bevorderen.

Er zijn ook nog kosten verbonden aan financiële moeilijkheden. Deze zijn de kosten die zich voordoen als het bedrijf al financiële moeilijkheden heeft.

Onder directe faillissementskosten wordt o.a. verstaan: de juridische en administratieve kosten en de opzegvergoedingen. Een ander voorbeeld van indirecte faillissementskosten is de imperfectie van de tweedehands markt (Voordeckers,1996). Ook bijvoorbeeld de kosten waartegen nieuw kapitaal moet worden aangetrokken is een voorbeeld van indirecte kosten van financiële moeilijkheden.

Men kan dus tot de conclusie komen dat kosten van financiële moeilijkheden een invloed hebben op de waarde en de kapitaalstructuur van het bedrijf.

### **3.3.Agency Kosten (ACE)**

Jensen en Meckling (1976) geven het verband weer tussen agency kosten en de theorie van optimale kapitaalstructuur. Een agency relatie is volgens hen een contract waarbij één of meerdere personen, deze principaal, een andere persoon aanneemt, als agent, om iets uit te voeren voor rekening van de principaal. De agent krijgt een bepaalde beslissingsmacht toegewezen. Als de agent echter zijn eigen nut wil maximaliseren, ontstaat er een belangenconflict tussen principaal en agent.

Er zijn drie soorten agencykosten te onderscheiden :

-Monitoringkosten zijn kosten die een principaal moet maken om het werk van de agent te controleren en op te volgen.

-*Bonding*kosten zijn kosten die de agent moet maken om de principaal duidelijk te maken dat hij geen acties zal nemen die de principaal ten laste komen te liggen. Een voorbeeld hiervan is de clausulekosten van contracten.

-Opportuniteitskosten zijn dan ten slotte de kosten die voortkomen uit investeringsbeslissingen die niet optimaal waren (Jensen & Meckling, 1976).

#### **3.3.1 Agency kosten van eigen vermogen**

Agency kosten van het eigen vermogen worden gecreëerd door het belangenconflict tussen manager en aandeelhouder. Het doel van de manager is om zijn eigen nut te maximaliseren, terwijl het doel van de aandeelhouder is zoveel mogelijk aandeelhouderswaarde te bekomen.

Als een manager, die volledig eigenaar van een bedrijf is, gaat consumeren in het bedrijf doet hij de bedrijfswinst dalen en zal de waarde van het aandeel niet maximaal zijn. Hij

draagt de volledige kost hiervoor, dus gaat hij niet zoveel consumeren. Als hij echter maar voor een kleiner deel eigenaar is, wordt de minderwaarde op het aandeel slechts proportioneel aan hem toegewezen. Hij zal daarom ook meer gaan consumeren en minder selectief met bedrijfsgelden omgaan. Volgens Jensen en Meckling weten externe aandeelhouders dit bij de aankoop van hun aandeel en zullen zij een lagere prijs willen betalen. Dit verlies van aandelenprijs kan men dan de agency kost noemen die gerelateerd is aan het financieren met extern eigen vermogen of aandelenkapitaal. *Monitoring* kosten gemaakt door de eigenaars zullen ervoor zorgen dat de manager zijn consumptie zal verminderen. De manager op zijn beurt zal *bonding* kosten maken zolang de winst groter is dan het verlies van de verminderende consumptie.

Een ander aspect dat Jensen (1986) aanhaalt is het belangenconflict door middel van de "*free cash flow*". Deze term duidt op het overschot aan liquiditeiten als alle projecten en ontwikkelingen met een positieve netto contante waarde werden voltooid. Managers kunnen deze *free cash flow* besteden aan eigen consumptie of ze kunnen er investeringen mee doen die minder of niet rendabel zijn. Jensen zegt dat schulden vaste intrestbetalingen met zich meebrengen en er dus voor zorgen dat er minder *free cash flow* ter beschikking van het management is. Daardoor zal hun persoonlijke consumptie verminderen. Schuldfinanciering heeft in dit geval een controlerende rol over het belangenconflict tussen aandeelhouder en management.

Stulz (1990) zegt dat bijkomende schulden aangaan onder- en overinvesteren beperkt als de onderneming veel wisselende *cash flows* heeft. Overinvesteren wordt uitgesloten omdat de hoeveelheid *free cash flow* wordt verminderd door de vaste intrestlasten. Onderinvesteren wordt vermeden doordat men nu extra middelen ter beschikking heeft omwille van de schuldfinanciering.

### **3.3.2. Agency kosten van vreemd vermogen**

Het belangenconflict tussen aandeelhouders en schuldeisers, alsook, de agency kosten hieraan verbonden, worden uitgelegd door Jensen en Meckling (1976). Dit conflict doet zich vooral voor bij opbrengsten van projecten met een hoog risico. Als deze projecten slagen, is de opbrengst in grote mate voor de aandeelhouders. In het geval dat de projecten mislukken, komt het verlies ook in grote mate ten laste van de schuldeisers omdat het voor het bedrijf voordeliger is, in het geval van hoogrisicovolle projecten, om het bedrijf failliet te laten gaan. Dit geweten, gaan de schuldeisers op voorhand een hoger rendement eisen om zich in te dekken tegen dit hogere risico. Ook kan de

schuldeiser nog beperkende maatregelen nemen om de kosten toch te laten dragen door de aandeelhouders in geval van mislukking van het project. Men gaat dan overinvesteren in projecten met een laag risico en onderinvesteren in projecten met een hoog risico.

Door het gebruiken van korte termijn schulden zal het onderinvesteringsprobleem verminderd worden omdat de bedrijven en de schuldeisers elkaar op regelmatige basis moeten contacteren en dus de schuldeiser beter kan opvolgen waarvoor zijn geld dient.

### **3.4 Transactiekosten (TCE)**

Transactiekosten zijn de financiële kosten die ex ante gemaakt moeten worden om contracten tot stand te brengen en die ex post gemaakt worden om de overeenkomst te monitoren en indien nodig ook af te dwingen. Ex ante kosten worden gemaakt om extra informatie aangaande het contract te verzamelen. Dit bijvoorbeeld om de betrouwbaarheid van de tegenpartij te onderzoeken. Als men achteraf gerechtelijke procedurekosten heeft dan kan men dit toerekenen aan ex post transactiekosten. Modigliani & Miller stelden in hun assumpties dat er geen transactiekosten zijn. Dit blijkt in werkelijkheid niet waar te zijn. Bij het aangaan van elke financieringsvorm zijn er ook transactiekosten verbonden: emissiekosten voor het uitgeven van nieuwe effecten, commissiekosten en intermediatiemarges die betaald moeten worden aan verschaffers van vermogen.

Om verder te kunnen ingaan op transactiekosten moeten we de transacties eerst ontleden in verschillende dimensies. Voordeckers (1996) beschrijft drie verschillende dimensies van transacties. Dit zijn de activaspecificiteit waarmee men de specialisatiegraad van de activa bedoelt, de onzekerheid en frequentie.

Hoe hoger de specialisatiegraad van de activa, des te moeilijker het is om alternatieve toepassingen te doen met het actief, dus hoe moeilijker het bijgevolg is om het actief te verkopen. Men zal hier dus een lagere prijs voor kunnen vragen bij verkoop. Een belangrijke factor waarmee men bepaalde activa kan onderscheiden is de specificiteit van het actief. Men zou activa met een hoge specificiteit moeten financieren met eigen vermogen en activa met een lage specificiteit met vreemd vermogen.

Als er een grote onzekerheid bestaat, zullen bedrijven ernaar neigen om investeringen die specifiek zijn en steeds terugkeren eerder te financieren met intern eigen vermogen.

De frequentie van transacties is de derde dimensie. Niet-gestandaardiseerde transacties vinden best plaats in een gespecialiseerde beheersstructuur. Als men spreekt over transacties die steeds terugkeren zullen de transactiekosten gemakkelijker te recupereren zijn voor gespecialiseerde beheersstructuren (Hubrechts, 2005.)

### 3.5 Stakeholder Theory

Cornell en Shapiro (1987) vinden dat niet enkel de kapitaalverschaffers zoals de aandeelhouders en schuldeisers van belang zijn bij het bepalen van de financieringskeuze, maar ook andere belangengroepen. Ze noemen dit de *non-investor stakeholders*. Hiermee bedoelen ze de klanten, personeelsleden en leveranciers. Deze belangengroepen zijn houders van impliciete rechten ("*implicit claims*") ten opzichte van de onderneming. Onder deze impliciete rechten verstaan we niet geschreven rechten die de stakeholders hebben zoals het verlenen van service-na-verkoop aan klanten en de garantie op veiligheid voor de personeelsleden binnen de onderneming.

Deze impliciete stakeholdersrechten moeten zich volgens Cornell en Shapiro ook in de balans weerspiegelen. Zij stellen een uitgebreide balans voor waar er aan de activazijde een extra post, '*organisational capital*' wordt toegevoegd. Aan de passiefzijde wordt de post '*organisational liabilities*' toegevoegd. *Organisational capital* wordt gedefinieerd als de huidige marktwaarde van alle toekomstige impliciete rechten die de onderneming verwacht te verkopen. Met *organisational liabilities* worden de kosten die de onderneming zal moeten maken om de huidige en toekomstige impliciete rechten te kunnen uitvoeren bedoeld. Het verschil tussen de beide posten wordt het "*Net organisational capital*" genoemd en speelt een rol bij de bepaling van de kapitaalstructuur.

Wanneer een bedrijf een relatief laag "*net organisational capital*" heeft, zal ze een grote schuldratio hebben en vice versa. Dit valt op twee manieren uit te leggen. Een eerste verklaring ligt erin dat ondernemingen die hoge kosten verwachten, verbonden aan toekomstige impliciete rechten, de kapitaalstructuur zo zullen kiezen dat ze de impliciete rechten kunnen verkopen aan de hoogste prijs. Door de negatieve relatie tussen het '*net organisational capital*' en de schuldgraad van de onderneming gaan bedrijven ook eerder opteren voor financiering met eigen vermogen. Daarna kunnen ze nog opteren voor goedkopere financieringsmiddelen en kunnen ze zonder probleem de impliciete rechten van de verschillende stakeholders vervullen (Voordeckers, 1996, p. 189). Een tweede verklaring is dat de kans op financiële moeilijkheden vermindert. Als gevolg zal de onderneming zeker zijn dat ze de impliciete rechten kan naleven.

### 3.6 Pecking order Theory

De *trade-off* theorie zegt dat er een optimale kapitaalstructuur bestaat en dat deze wordt gevonden als de voor- en nadelen van schuldfinanciering elkaar opheffen.

In 1984 bracht Steward Myers zijn theorie over kapitaalstructuur: de Pecking order theorie (*Pecking order theory*). Volgens deze theorie heeft de onderneming geen optimale kapitaalstructuur maar een voorkeur in haar financieringsbehoefte. Myers zegt dat bedrijven initieel intern vermogen prefereren boven schulden en als laatste optie opteren voor extern eigen vermogen.

Myers specificeert in zijn artikel:

1. Ondernemingen hebben een voorkeur voor interne financiering;
2. Ondernemingen passen hun vooropgestelde dividend uitbetalingsratio's aan, aan de investeringsopportuniteiten waarbij men ervoor zorgt dat de aanpassing geleidelijk gebeurt;
3. Een vaste dividendpolitiek die gekoppeld is aan onvoorspelbare fluctuaties van de rendabiliteit wil zeggen dat de intern gegenereerde cashflow soms meer en soms minder is dan het kapitaal nodig voor de investeringen van het bedrijf. Als het meer is, zal de onderneming zijn schulden afbetalen of investeren in korte termijnbeleggingen. Als het minder is zal de onderneming zijn korte termijnbeleggingen verkopen.
4. Als er externe financiering nodig is zullen ondernemingen de meest veilige financieringsvorm prefereren.

Dit wil zeggen dat ze eerst met intern eigen vermogen zullen financieren, vervolgens met schulden, dan met converteerbare obligaties en uiteindelijk met extern eigen vermogen. Extern eigen vermogen vinden we terug op de laatste plaats omwille van de hoge kosten die een toetreding tot de publieke markt met zich meebrengt.

Impliciet bij *Pecking order* zijn er twee assumpties over financiële managers. De eerste assumptie stelt dat er assymetrische informatie is over de huidige en toekomstige financiële situatie en de groeimogelijkheden. Als bedrijf wil je deze informatie binnen het bedrijf houden. Door het gebruik van interne fondsen hoeft deze informatie niet gepubliceerd te worden aan financiële instellingen. De tweede assumptie is dat managers

willen voldoen aan de noden van de huidige aandeelhouders. Managers zouden zelfs projecten met een positieve *net present value* (NVP) afwijzen als die projecten nieuw aandeelkapitaal nodig hebben omdat ze dan meer zouden bijdragen tot de welvaart van nieuwe aandeelhouders boven de welvaart van de huidige aandeelhouders. (Myers & Majluf, 1984).

Opgemerkt moet worden dat de *pecking order theory* een nuttige aanvulling op de kapitaalstructuurtheorieën is, maar dat de theorie niet de invloed van tax, kosten van financiële moeilijkheden en agency kosten verklaart. Swinnen, Voordeckers en Vandemaele (2005) vinden in hun empirische studie naar kapitaalstructuur in KMO's sterk bewijs dat de *Pecking order* theorie het meest gevolgd wordt door KMO's. Managers van KMO's hebben vaak te maken met een kort tijdsbestek, asymmetrische informatie en mogelijk te weinig financiële middelen om te investeren in een financieringsbeleid. De mogelijkheid tot financieren met vreemd vermogen wordt ook beperkt voor KMO's omwille van de beperkte activa die ze als onderpand kunnen geven.

### **3.7 Market timing theory**

In 2002 werd een nieuwe kapitaalstructuurtheorie ontwikkeld door Baker en Wurgler. De *market timing* theorie zegt dat de kapitaalstructuur die een onderneming op een bepaald moment heeft een cumulatief resultaat is van pogingen om de markt in het verleden te timen. Dit timen houdt volgens Baker en Wurgler in dat ondernemingen effecten gaan uitgeven aan hoge prijzen en effecten terugkopen tegen lage prijzen, afhankelijk van de met de tijd variërende kapitaalkost van eigen en vreemd vermogen. De managers handelen in het belang van de bestaande aandeelhouders die ten koste van nieuwe aandeelhouders een waardetoevoeging op hun aandeel verdienen. Deze uitgiftebeslissingen zullen lange termijn effecten hebben op de kapitaalstructuur omdat de kapitaalstructuur op een gegeven moment de uitkomst is van opeenvolgende uitgiftebeslissingen. Er is hier dus net zoals bij de *Pecking order* theorie geen optimale kapitaalstructuur.

Hun meest interessante bevinding is dat bedrijven die voor het grootste deel met eigen vermogen worden gefinancierd extra fondsen aantrekken als hun *market-to-book* waarde hoog is en bedrijven die veel met vreemd vermogen financieren vooral extra fondsen aantrekken als hun *market-to-book* waarde laag is. Volgens Baker en Wurgler is de invloed van waarderingen uit het verleden op de kapitaalstructuur vrij significant. Ze



zeggen dat fluctuaties in de marktwaarde van het bedrijf een zeer sterke invloed hebben op de kapitaalstructuur op lange termijn. Dit valt moeilijk te verklaren aan de hand van oudere kapitaalstructuurtheorieën omdat bijvoorbeeld in de *trade-off* theorie de *markt-to-book* waarde een indicator was voor investeringsopportunities, risico enzovoorts. Als de aanpassingskosten laag zijn, zal een tijdelijke fluctuatie een tijdelijk effect hebben op de kapitaalstructuur volgens de *trade-off* theorie.

Volgens deze theorie willen ondernemingen eigen vermogen aantrekken wanneer de relatieve kost van eigen vermogen laag is. De bedoeling hiervan is om tijdelijke fluctuaties in de kost van eigen vermogen te exploiteren, relatief aan de kost van ander kapitaal. Een van de basisassumpties van Modigliani & Miller is dat de kost van kapitaal niet afzonderlijk fluctueert, dus er kan geen extra opbrengst zijn als men afwisselt tussen financiering met eigen vermogen of schulden. Daarentegen in kapitaalmarkten die gesegmenteerd of niet 100 procent efficiënt zijn kunnen huidige aandeelhouders door middel van *markt timing* winsten maken ten koste van nieuwe aandeelhouders door deze *mispricing*. Een kritieke assumptie in deze theorie is dat managers geloven dat ze de markt kunnen timen. De eindconclusie is dat veranderingen in de marktwaarden voor grote effecten zorgt op de kapitaalstructuur.

### **3.8 Signaleringstheorie**

Ross (1977) zegt dat een onderneming zijn kapitaalstructuur kan gebruiken om te signaleren dat zij een kwalitatief goede onderneming zijn. De schuldgraad kan hiervoor gebruikt worden. Bedrijven die een hoge schuldgraad tonen aan dat financiële instellingen het volste vertrouwen in de onderneming hebben met betrekking tot de terugbetaling van de lening, inclusief de intrestkost. Dit toont aan de markt dat het hier om een kwalitatief goede onderneming gaat. Andere, minder succesvolle ondernemingen, kunnen deze signalen niet nabootsen en kunnen volgens Ross zo onderscheiden worden van de succesvolle. Een andere signaleringsmethode is het verhogen van de dividenden, om aan de potentiële kapitaalverschaffers te tonen dat ze in de toekomst meer winst verwachten te maken (De Haan, 1997). Leland en Pyle (1977) stellen dat ondernemingen waarvan de eigenaars en managers zelf een groot deel van het eigen vermogen aanhouden, een signaal van vertrouwen uitzenden naar de buitenwereld. Dit zou dan betekenen dat de onderneming goede projecten uitvoert en rendabel is.

### **3.9 Bankrelatie en schuldgraad**

Harker en Zenios (2000) stellen dat de duur van de relatie met de bankier van groot belang is voor de kapitaalstructuur van de onderneming. Als de duur van de relatie groter wordt heeft de bank de mogelijkheid om de onderneming beter te leren kennen, te observeren en de interne informatie van de onderneming te gebruiken. De mogelijkheid voor een bank om een langdurige relatie met een klant/onderneming op te bouwen is afhankelijk van de prijs en kwaliteit van de diensten, de kwaliteit van de onderneming en de competitieve omgeving waarin de bank zich bevindt. Ongena en Smith (1997) stellen dat er een relatie is tussen de duur van de relatie met de bank en de schuldgraad. Zij zeggen dat bedrijven met een hogere schuldgraad meer nood hebben aan kortere relaties met banken dan bedrijven met een lagere schuldgraad. Ongena en Smith stellen ook dat bedrijven die beroep doen op meerdere banken sneller geneigd zijn om de relatie met de hoofdbankier te verbreken dan bedrijven die slechts met deze enkele bank in zee gaan. Uit een studie in de Verenigde Staten van Amerika wordt gesteld dat de grootste voordelen uit de relatie met de bank voor de onderneming slechts behaald worden in de eerste twee jaar. Firma's met een reeds langdurige relatie met de bank zijn minder bereid om hoger aangerekende intrestkosten te betalen bij het afsluiten van een lening (Petersen en Rajan, 1994).

Een ander aspect dat invloed heeft op de kapitaalstructuur van de onderneming is het aantal banken dat de onderneming als kredietverstrekker heeft. Rajan (1994) zegt dat ondernemingen die met één enkele bank werken de goedkoopste financieringsbronnen ter beschikking hebben. Dit zou komen doordat deze bank dan als enige het recht heeft om de informatie van de onderneming te bestuderen, ze ook zeer efficiënt de ondernemingsactiviteiten kan opvolgen en een grotere zekerheid heeft dan als er nog concurrenten in het spel voor zouden komen. Het resultaat zou dan een goedkopere lening zijn die grondig wordt opgevolgd door de bank. Ook moet de onderneming rekening houden met de transactiekosten. Deze liggen logischerwijze hoger als men met meerdere banken werkt en beïnvloeden de kapitaalkost. Als meerdere banken leningen toestaan aan de onderneming om investeringsprojecten te financieren gaat de onderneming ook aan elke bank verantwoording moeten afleggen, hetgeen kostelijker is dan dat men de verantwoording kan centraliseren. Men kan besluiten dat het aanhouden met een goede relatie met één bank de onderneming een goedkope schuldfinanciering kan opleveren. Een nadeel is echter wel dat de bank zijn monopoliepositie kan gebruiken en hogere voorwaarden kan vragen dan dat het geval is bij ondernemingen die werken met meerdere banken. Vooral in tijden van recessie en onzekerheid kunnen banken

hogere interestvoeten vragen en de waarborgen optrekken (Rajan, 1994). Dit heeft zich ook bewezen in de huidige financiële crisis. Een maatregel die de ondernemingen kunnen nemen om dit te voorzien is het aanhouden met een goede relatie met meerdere banken. Het is als het ware een afweging van de voor- en nadelen van het aanhouden van één of meerdere banken.

### **3.10 Conclusie**

De KMO's zijn met 91 procent van het totaal aantal bedrijven in België enorm goed vertegenwoordigd in onze maatschappij en dus zeer relevant. Het is dan ook belangrijk om een inzicht te hebben in hun financieringsproblematiek. Opgemerkt moet worden dat KMO's bijna geen beroep kunnen doen op de publieke markt.

Volgens empirische studie kunnen we stellen dat de *Pecking order* theorie zeer relevant zijn is het geval van KMO's. De *pecking order* theorie zegt dat KMO's eerder met eigen vermogen zullen financieren omwille van asymmetrische informatie en een de beperkte middelen die ze als onderpand kunnen voorleggen voor het bekomen van schuldfinanciering. Er wordt gefinancierd volgens een strikte hiërarchie. Er is dus geen optimale kapitaalstructuur voorhanden. We zullen in de empirische studie ook nagaan of KMO's eerder de *Static trade-off* theorie of de *Pecking order* theorie volgen.

## Hoofdstuk 4: De Economische Crisis

### **4.1 Inleiding**

De wereldeconomie beleeft sinds het derde kwartaal van 2008 de zwaarste inzinking sedert de tweede wereldoorlog. Studies hebben aangetoond dat de wereldeconomie in 2009 met 1,4 procent zal krimpen, om terug te verbeteren in 2010. De werkgelegenheid in de Eurozone daalt dit jaar met 2,6 procent en het aantal faillissementen over heel de wereld stijgt met een indrukwekkende 35 procent.

Ook in België is de crisis duidelijk te merken aan de impact op de economie, de overheidsinvesteringen en de arbeidsmarkt die sterk zijn teruggevallen. Volgens het planbureau is Vlaanderen er in vergelijking met Europa vrij erg aan toe. De economie krimpt met 3,9 procent in 2009 en er is een nulgroei voorzien voor 2010. België heeft de handicap dat de inflatie sneller is gestegen in 2008 dan in de rest van de buurlanden.

Hierdoor heeft België sneller aandeel verloren op de exportmarkten. Door de crisis hebben bijna alle bedrijfstakken hun investeringen drastisch doen dalen en uitgesteld tot de economie weer oppikt. Dit is echter geen goede stimulans voor de groei. Het planbureau schat dat de bruto investeringen in Vlaanderen in 2009 met 7,3 procent zijn teruggevallen (FOD economie,2009).

#### **4.2 De Economische crisis uitgelegd**

In dit hoofdstuk willen we het ontstaan en enkele gevolgen van de economische crisis, ook wel de "kredietcrisis" genoemd weergeven.

In de Verenigde Staten zijn de afgelopen jaren enorm veel "Subprime-hypotheken" verkocht. Dit zijn hypotheekleningen met meestal een variabele rente, vaak gebruikt voor mensen met een lager inkomen. Het risico dat deze mensen hun leningen niet kunnen terugbetalen ligt hoger. De banken gaven deze leningen uit, in de veronderstelling dat er geen probleem zou zijn wat de terugbetaling betreft. Op die manier konden ook minder welvarende Amerikanen een huis bouwen of kopen. Het principe van een hypotheeklening is dat het vastgoed als onderpand van de lening fungeert. Dit maakt dan dat de huizenmarkt en de hypotheekmarkt sterk verbonden zijn. Als de schuldenaar zijn lening niet kan afbetalen zal het huis worden verkocht om de schuldeiser terug te betalen.

Er werden door banken veel leningen toegekend aan personen die helemaal niet kredietwaardig waren. Het bleek dat de bepaalde procedures omtrent de screening van de schuldenaars niet meer met dezelfde striktheid toegepast werd (Noels, 2008). Deze leningen werden doorverkocht en de hypotheeklening werd als het ware omgevormd tot een kredietpapier dat de banken zekerheid van betaling gaf. Er werd gebruik gemaakt van de zogenaamde 'Credit Default Swap' of 'CDS'. Dit is een financieel instrument dat werkt als een soort verzekering. De banken waren dus ingedekt door verzekeraars indien het zou foutlopen met de hypotheekleningen, in ruil voor een periodieke betaling (Noels, 2008). Door deze techniek werden vorderingen opgedeeld in 'mortgage en asset backed securities'. Deze securities waren aantrekkelijk door het hoge rendement dat ze voorzagen en zo werd er massaal in belegd, ook door andere banken.

Alles verliep vlot tot de Federal Reserve de intrestvoeten verhoogde om inflatie tegen te gaan. Aangezien het grootste deel van deze subprime leningen met een variabele

intrestvoet werden afgesloten had dit een grote invloed op de afbetaling. Veel mensen gingen over tot liquidatie van de waarborgen en de huizen kwamen op de vastgoedmarkt. In 2007 daalden de vastgoedprijzen drastisch en veel Amerikanen konden hun hypotheekleningen niet meer aflossen. Genoodzaakt moesten de banken deze mensen op straat zetten en hun huizen verkopen. Maar omdat er nogmaals zoveel extra huizen op de markt kwamen stortte de vastgoedmarkt in en de banken konden hun huizen slechts aan een fractie van de prijs verkopen (Ellis, 2008). Banken kwamen tot het besef dat hun *mortgage en asset backed securities* helemaal niet zoveel waard waren als gedacht. Dit was het begin van de kredietcrisis anno 2007. Hebzucht speelt in dit proces een grote rol. Velen vergaten dat de bonussen toegekend aan de topmanagers van deze financiële instellingen afhingen van de omzet van het bedrijf. Deze topmanagers wilden snel hun zakken vullen zonder dat ze bezorgd waren om de werkelijke resultaten van de bedrijven zelf.

Banken bundelden hypotheekleningen van meerdere klanten en verkochten deze door aan andere partijen/beleggers. Hierdoor kregen ze verse liquide middelen die dienden om nieuwe hypotheekleningen te verstrekken. Omdat het risico van de hypotheekleningen zo groot was werd het rendement voor de beleggers die de bundels kochten ook zeer groot. Hierdoor leek het een interessante belegging. Het onmogelijke gebeurde: door de dalende vastgoedprijzen werden de hypotheekportefeuilles een stuk minder waard en kwamen de beleggers, waaronder enkele grote Europese financiële instellingen, in grote problemen.

Het enige doel dat de financiële instellingen nu nog hadden was hun geld veilig te stellen. Het gebrek aan vertrouwen tussen banken werd groter. Door deze fiduciaire breuk leenden ze elkaar geen geld meer en stortte het financiële stelsel als een kaartenhuisje in elkaar. Verschillende banken waren midden 2007 al zo ver in de problemen dat er reddingsoperaties nodig waren. Zelfs gezonde banken geraakten in de problemen omdat ze geen leningen meer kregen aangezien iedereen zo angstig was dat ze hun geld nooit meer zouden terug zien. Banken konden niet meer in hun liquiditeitsbehoefte voorzien en het geldverkeer kwam tot stilstand. Het aantal gedwongen verkopen van vastgoed bereikte bijna elke maand een nieuw record en de situatie bleef verslechteren. De financiële crisis leidde vanaf begin 2008 tot kelderende aandelenkoersen. Vooral de koersen van enkele financiële instellingen halveerden soms op één dag tijd (Noels, 2008). Banken hadden massaal belegd in CDS's en deze bestonden grotendeels uit waardeloze *subprime* leningen. De banken moesten dus enorme waardeverminderingen

boeken met betrekking tot een zeer groot bedrag. Volgens het IMF reikten de verliezen van de financiële sector in het vierde kwartaal van 2008 tot 1 biljoen 405 miljard dollar.

De Amerikaanse overheid voelde zich genoodzaakt om in te grijpen. Een kleine Amerikaanse zakenbank Bear Stearns werd als eerste gered. In september nam de overheid de hypotheekbanken Freddie Mac en Fannie Mae in bescherming. Dit waren de grootste hypotheekbanken van de Verenigde Staten en stonden in voor ongeveer de helft van de uitgegeven vastgoedfinancieringen (Noels, 2008). Nu was het duidelijk dat sommige zwaar getroffen financiële instellingen op het punt stonden om failliet verklaard te worden. De grootste verzekeringsmaatschappij, AIG, kreeg enkele weken later een overheidslening van 85 miljard dollar en kon nog nipt overeind blijven. Alle bedrijven die gered werden kregen deze financiële steun omdat ze grote spelers in het financiële systeem waren.

Op 15 September 2008 vindt een van de grootste faillissementen in de geschiedenis van de Verenigde Staten plaats. Het aandeel van de bank Lehman Brothers stort in omwille van grote investeringen in de hypotheekleningen. De financiële wereld is in oproer omdat ze nu beseffen dat niet elke bank zal gered worden. De situatie verslechtert en in een sneltempo dreigen talrijke grote banken en verzekeraars failliet te gaan. Onder deze banken ook Fortis, dat in 2007 ABN-AMRO had opgekocht. De koers van het Fortis aandeel daalt snel omdat bekend geraakte dat ze de financiering niet rond kregen en angstige spaarders begonnen hun spaarrekeningen volledig op te vragen. Fortis geraakt hierdoor in nog slechtere papieren omdat heel het banksysteem om fiduciair geld draait en banken nooit genoeg liquide middelen bezitten om al hun spaarders uit te betalen. Onze Belgische overheid, stond samen met de Nederlandse overheid voor een moeilijke keuze. Ze hadden immers al begin oktober voor een verse kapitaalinjectie gezorgd maar dit bleek al snel niet genoeg te zijn.

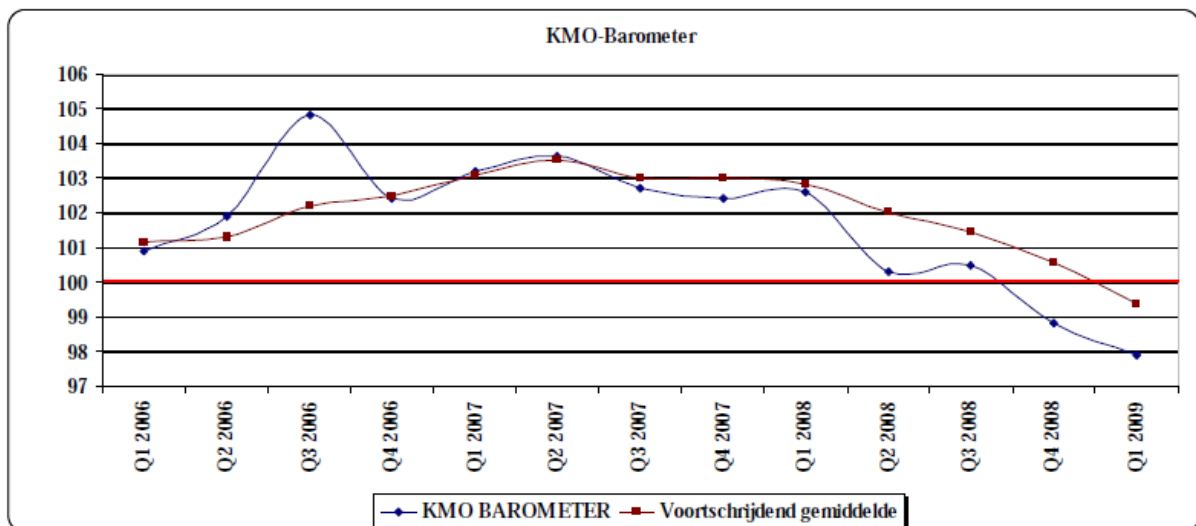
De Nederlandse overheid leende geld en kocht Fortis Nederland (bank en verzekeringen) en ABN-AMRO. Op deze manier probeerden alle overheden terug het vertrouwen van de spaarders en beleggers te winnen. Een andere maatregel was de overheidsgarantie, waarin overheden zich garant stelden voor de middellange leningen door banken. Voor deze zekerheid betalen de banken een kleine premie, maar ze krijgen wel extra zekerheid. Tot slot waren er in België ook nog de depositogaranties die verhoogd werden tot 100.000 euro. Door deze maatregel waren spaarders zeker dat ze hun geld op hun spaarrekening konden laten staan zonder dat het plots zou "verdwijnen" bij een faillissement.

Niet enkel de overheden hebben oplossingen proberen te vinden voor de kredietcrisis. Ook de centrale banken speelden een sterke rol. De ECB en de nationale centrale banken berekenden hoeveel extra de geldmarkt nodig had en financiële instellingen konden bij de nationale centrale banken een nieuwe lening aangaan. Deze leningen moesten worden gedekt en er moest ook rente op betaald worden. Om voor extra geld te zorgen hoefden de nationale banken geen chartaal geld te drukken of de schatkist deels te verkopen. Ze creëerden in de plaats extra giraal geld, maar aan een hoger tempo dan normaal.

De gevolgen van deze kredietcrisis laten zich op diverse vlakken voelen. Door een verslechterde internationale handel neemt de vraag naar onze producten af, waardoor we de prijzen moeten laten zakken en het gemiddelde beschikbare inkomen ook afneemt. Hierdoor wordt minder geconsumeerd en neemt de vraag in andere landen ook af.

In een studie van Unizo (2009) bestaande uit een steekproef van 700 Belgische KMO's wordt gesteld dat de meerderheid van de Belgische KMO's er in slaagt om hun omzet op peil te houden. Toch kon men begin 2009 optekenen dat de KMO-barometer voor het tweede kwartaal op rij onder de grens van 100 punten zat, hetgeen een signaal is dat de KMO-economie nog steeds krimpt. De KMO-barometer bestaat uit verschillende indices en aan de hand van deze indices wordt er een algemene KMO-barometer opgesteld. Waarden boven de 100 wijzen op een positief evoluerende conjunctuur en waarden onder de 100 op een negatief evoluerende conjunctuur.

Figuur 4.1: KMO-barometer



Bron : Website Unizo, 2009

Uit de grafiek is duidelijk af te leiden dat vanaf de start van de economische crisis (Q1 2008) de conjunctuur in een dalende lijn evolueert. Toch concludeert Unizo dat vier op de tien ondernemers opportuniteiten in de crisis zien. Daarentegen blijkt dat 10 procent van de ondernemers problemen krijgt met de terugbetaling van de kredieten die ze zijn aangegaan bij financiële instellingen en 8 procent heeft te maken met financieringsvoorwaarden die verstrengd worden.

De omzet mag dan constant blijven, toch zakt de rendabiliteit van de KMO's steeds meer. Maar liefst 41 procent van de ondernemers ziet hun rendabiliteit dalen.

### **4.3 De Crisis en het kapitalisme**

Volgens John Kenneth Galbraith (1954) zijn financiële crises onvermijdelijk en wederkerend. Keer op keer, naarmate de vorige financiële crisis verder in het verleden ligt, zouden investeerders en beleggers via het speculeren op de markt komen tot een prijsvorming die volledig los staat van de onderliggende economie. Zijn studie is gebaseerd op de beurskrach van 1929. Garretsen (1999) weerlegt Galbraiths' mening over de financiële crisis naar aanleiding van de beurskrach van 1929. Hij zegt dat dit voor een grote disruptie in de prijsvorming op de markt van aandelen heeft gezorgd. Maar om over een financiële crisis te spreken moet deze disruptie zorgen voor een degelijke verstoring van de allocatieve werking van financiële markten die zorgt dat de reële economische sfeer in een negatieve spiraal terecht komt.

Onze Nederlandse taal heeft het woord crisis opgenomen uit de Griekse taal waar het "oordelen en beslissen", maar ook "onderscheiden" betekent. Het wordt in onze taal gebruikt voor een situatie van nood waarin het normaal functioneren van een systeem niet meer mogelijk is en waarbij het nog onduidelijk is of de vooruitzichten positief of negatief zijn. De medische wetenschap gebruikt dit woord met deze betekenis al langer, maar in de economische vaktermen is dit pas enkele decennia in gebruik.

Een crisis is volgens economen *"een situatie waarin het economisch welzijn van een samenleving plotsklaps verandert, van een staat van groei van de economische activiteiten naar een staat van inkrimping van de economische activiteit voor een periode langer dan zes maanden"*.<sup>2</sup>

---

Bron: [www.economischecrisis.org](http://www.economischecrisis.org)

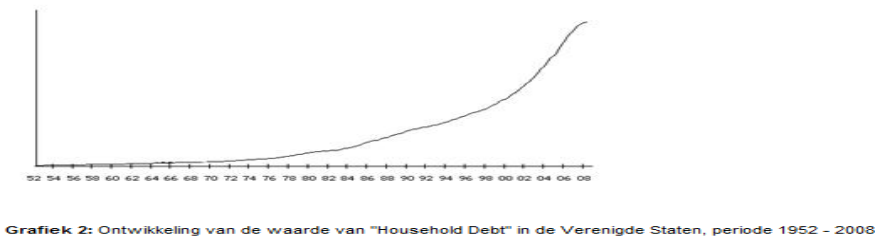
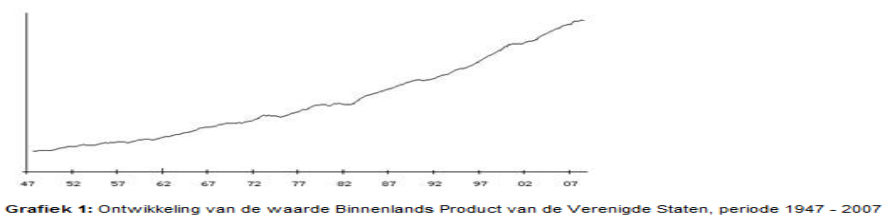


De term "kredietcrisis" wordt gebruikt in de letterlijke zin van het woord, niet de betekenis die past binnen het vakjargon van de economische wetenschappen. Er wordt gesproken over een kredietcrisis omwille van het ernstig verstoord zijn van het kapitalistisch systeem en men weet niet of het in de toekomst positief zal uitdraaien of dat het systeem aan de versterking ten onder zal gaan.

Deze economische crisis is veroorzaakt door een interne gebeurtenis. Omdat in kapitalisme investeringen grotendeels gebaseerd zijn op schuld heeft de grote hoeveelheid schulden ervoor gezorgd dat dit een groot probleem is geworden. Een economische crisis kan ook veroorzaakt worden door externe gebeurtenissen. Een voorbeeld hiervan is een oorlog die de economie platlegt en zorgt dat men niet weet of het economisch systeem nog zal voortbestaan als de oorlog ten einde is.

Natuurlijk zijn er op dit moment veel anti-kapitalisten die hun socialistische visie willen doordrukken. Zij zeggen dat het kapitalistische systeem op lucht gebaseerd is. Een realiteit van het kapitalisme is dat de meeste schulden niet de groei van de productiecapaciteit realiseren die nodig is om de aflossing van de schulden en de rente te kunnen betalen zonder dat het nationaal te besteden inkomen daalt. In de onderstaande grafieken kan u zien dat de economische groei, gemeten door het BBP van de Verenigde Staten de laatste 60 jaar relatief lineair is gestegen. De schuldgroei is exponentieel gestegen en dit valt af te leiden uit de tweede grafiek. Dit wilt zeggen dat er steeds meer schulden nodig waren om dezelfde groei te verwezenlijken (Noels, 2008).

Figuur 4.2 : Ontwikkeling BBP Verenigde Staten, periode 1947-2007

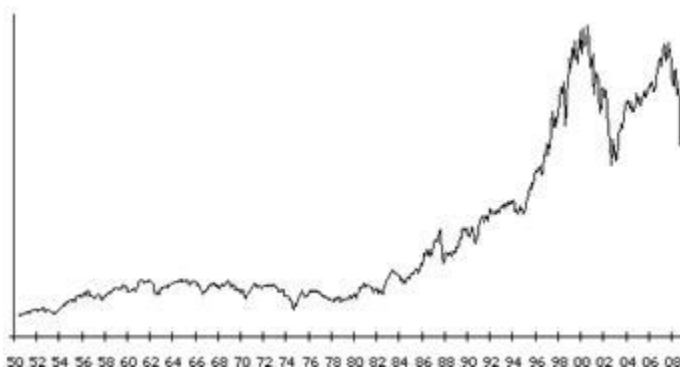


Bron : website FOD economie, 2009

In ons systeem van kapitalisme wordt er niet alleen handel gedreven in goederen en diensten, maar ook in derivaten. Derivaten zijn afgeleiden van handel in goederen en diensten. Het zijn beleggingsinstrumenten die hun waarde ontleen aan goederen en diensten, zoals aandelen. Een aandeel vertegenwoordigt dan de onderliggende waarde van een derivaat. De meest gebruikte derivaten zijn opties, *swaps*, *futures* en *forwards*. Met behulp van financiële derivaten kan men specifieke risico's verhandelen en naar een andere partij overbrengen. Een voorbeeld wordt gegeven in de luchtvaartsector, die actief risico's van stijgende kerisoneprijzen willen indekken. De markt waarin derivaten worden verhandeld noemt men ook de virtuele economie. Naast het bestaan van een reële welvaart, gecreëerd door de reële economie, bestaat er ook een virtuele welvaart, die gecreëerd wordt door de virtuele economie.

De virtuele economie heeft geen nood aan echte goederen of diensten. Hierdoor kan deze veel groter worden dan de waarde van alle goederen en diensten samen. De handel in financiële derivaten heeft in 2008 een hoogte bereikt van ongeveer \$700 miljard, terwijl de waarde van de reële economie slechts \$60 miljard bedroeg (Bank of International Settlements, 2009). Hieruit kan men besluiten dat de virtuele welvaart onmogelijk geconverteerd kan worden in reële welvaart. Enkel de personen die als eerste hun derivaten ruilen voor reële goederen zullen hun virtuele welvaart kunnen ruilen voor die van de reële soort. De mensen die deelnemen aan de virtuele handel zijn ervan op de hoogte dat men als eerste de virtuele welvaart moet omzetten in reële welvaart omdat ze anders niet over reële welvaart kunnen beschikken. Van het moment dat iedereen zijn derivaten wilt ruilen tegen reële welvaart, keldert de waarde van de derivaten en verdwijnt de virtuele welvaart op zeer korte termijn.

Figuur 4.3 : De waarde van de Amerikaanse aandelenmarkt gedeeld door de waarde van Amerikaanse productie, periode 1950 - 2008.



Bron: website economagic, 2009

Om dit te voorkomen kan men gebruik maken van schulden, met de virtuele welvaart als onderpand. Dit geld wordt dan gebruikt voor consumptie of investeringen. Op deze manier maakt men gebruik van de virtuele welvaart zonder dat men deze dient om te zetten in reële welvaart. Dit kan leiden tot een crash van de virtuele economie. Een voorwaarde is wel dat de virtuele welvaart moet blijven groeien, omdat men anders geen extra onderpand kan gebruiken voor extra financiële middelen aan te trekken. Met deze extra financiële middelen kan men dan de aflossing en de rente op de vorige schuld betalen en extra consumeren (Noels, 2008).

Het is natuurlijk te begrijpen dat een economie die op lucht gebaseerd is ooit ten onder moet gaan. Ooit komt er een moment dat mensen dit inzien en hun virtuele welvaart willen inruilen tegen reële welvaart. Wanneer dit gebeurt crasht de virtuele economie en zal de groei van de virtuele welvaart tot een halt komen.

Het gevolg is dat er geen extra financiële middelen kunnen worden aangetrokken omdat men niet kan beschikken over extra onderpand. Hierdoor verdwijnt de extra consumptie gerealiseerd uit de groei van de virtuele economie. Het uiteindelijke gevolg is dat er significante problemen ontstaan voor de reële economie en welvaart. Het enige wat dan overblijft is de schuld die aangegaan is op basis van de virtuele economische groei. De aflossing en rente zullen dan betaald moeten worden door de reële welvaart, waardoor de vraag naar goederen en diensten nog meer zal dalen en de reële welvaart in nog grotere problemen dreigt te geraken. Dit is mede de aanleiding voor de kredietcrisis.

Het mechanisme dat hierboven beschreven werd zorgt er in principe voor dat het kapitalisme van crisis naar crisis beweegt. In 2001 was er de "dotcom crisis" waarbij "e-commerce" zo werd aangeprezen dat in de periode tussen 1997 en 2001 enorm veel internetbedrijven werden opgestart. De verwachtingen van de e-commerce waren zo groot dat veel beleggers massaal aandelen opkochten, vaak met geleend geld. De aandelenprijzen stegen daardoor zeer snel, wat de initiële verwachtingen ten goede kwam. Aandeelhouders gaven hun aandelen vervolgens in onderpand bij banken, om zo liquide middelen te verkrijgen om te consumeren. Hierdoor groeide de economie en de welvaart op korte termijn. Toen rond 2001 duidelijk werd dat e-commerce niet volledig aan de verwachtingen had voldaan, konden de bedrijven hun schulden moeilijk terugbetalen. Tegelijkertijd gingen vele aandeelhouders hun aandelen verkopen, waardoor de aandelenprijzen daalden en zo bleven ook de aandeelhouders met schulden zitten. Weer komen we tot dezelfde conclusie: door het aangaan van schulden was er

een soort virtuele rijkdom gecreëerd die op vertrouwen werd gebaseerd. Eens dit vertrouwen weg was, kelderde de economie met een economische crisis als resultaat.

Zelfs de crisis veroorzaakt door de beurskrach van 1929 ligt in dezelfde aard. De Grote Depressie was het resultaat van overheidsingrijpen als reactie op de beurskrach. Acht jaar voordien was de Federal Reserve in de Verenigde Staten begonnen met de geldhoeveelheid met 60 procent te laten groeien door leningen uit te geven. Hierdoor steeg de vraag naar goederen en diensten en zorgde dit voor economische groei en een toenemende welvaart. Er werden massaal leningen uitgegeven om fabrieken te bouwen en investeringen uit te voeren. Ook hier steeg de activiteit op de aandelenmarkt en werden aandelen gekocht met leningen.

In 1928 liet de *Federal Reserve* de geldhoeveelheid stilaan dalen, waardoor de vraag naar goederen en diensten verminderde. De grote fabrieken die gebouwd waren in de tijdsspanne van 8 jaar kwamen tot stilstand van productie. De beleggers kwamen tot het inzicht dat de tijden van economische groei stilaan verleden tijd waren en begonnen massaal hun aandelen te verkopen. De aandeelkoersen kelderden en dit zorgde op zijn beurt ervoor dat de vraag naar goederen en diensten ook tot stilstand kwam. De overheid voerde toen importbeperkingen in om de industrie in de Verenigde Staten te beschermen. De rest van de wereld volgde hun voorbeeld en de internationale handel kwam tot een halt.<sup>3</sup>

Deze anti-kapitalistische crisistheorie is oorspronkelijk ontwikkeld door Karl Marx. Hij voegt eraan toe dat door de kapitaalintensiteit de winsten de neiging hebben te dalen en dat de kapitalisten de lonen van de arbeiders kunstmatig laag houden, om hun productie maximaal op te drijven. Maar dit komt de koopkracht en dus de consumptie niet ten goede. Volgens Marx duren crises tot de overproductie is weggewerkt en de winstvoet terug op niveau is zodat het kapitaalaccumulatieproces kan herbeginnen. Hij geeft dus toe dat het kapitalisme zichzelf herstelt, maar zijn tegenargument is dat het zich zal herhalen tot in het oneindige en het lang duurt voor de economie weer zijn stabiel pijl bereikt. Marx' socialistische visie zegt dat, om uit de vicieuze cirkel van crises te stappen, er een politieke strijd moet volgen die voor meer overheidinterventie moet zorgen. Op deze manier kunnen economische crises vermeden worden. De overheid heeft een belangrijke macro-economische verantwoordelijkheid met betrekking tot het functioneren van het financiële stelsel (Vuchelen, 2009). De Belgische overheid kon het zich niet

---

<sup>3</sup> Bron : [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

permitteren om grote banken zoals KBC en Fortis failliet te laten gaan, want dit zou geresulteerd hebben in een domino-effect dat niet alleen de bedrijven, maar ook de gezinnen sterk getroffen zou hebben. De verschillende overheden zijn dan ook in grote mate tussen gekomen en wel op verschillende manieren.

Een opvallend fenomeen bij deze crisis is de terugkeer van het keynsianisme en overheidsinterventie. De ideeën van John Maynard Keynes werden ontwikkeld en toegepast in de jaren '30, tijdens de "Grote Depressie". De greep naar keynsianisme valt op omdat men de laatste decennia een sterk beleid heeft gericht tegen overheidsinterventie en gepleit heeft voor een vrije markt. Keynes leunde aan bij Marx door te zeggen dat de vraag een belangrijke rol speelt en dat overproductie dus mogelijk is. Loondalingen tijdens een recessie hebben geen zin, want dat zou de consumptie niet ten goede komen. De overheid moet de vraag en het vertrouwen van de investeerders ondersteunen via openbare bestedingen en werkloosheidsvoorzieningen. Zeer fundamenteel is dat men vanuit het keynsianisme geen duurzame oplossing voor de crisis moet verwachten. Op korte termijn kan men wel de crisis beëindigen door de kapitaalaccumulatie (door investeringen) terug aan te wakkeren. Maar Europa en de V.S. staan vrij kritisch tegenover nationalisering van banken en andere financiële instellingen. Dit is volgens velen een maatregel van de "oude stempel" die na de jaren '80 afgebouwd werd via privatisering. De reden hiervoor was de kostprijs die de overheid moet betalen. Om KBC als voorbeeld te nemen: de 350 miljoen uitstaande aandelen tegen 60 euro begin oktober 2008 zou de overheid 21 miljard euro hebben gekost, plus eventuele uitgiftepremies voor andere aandeelhouders, omdat de koers kort daarvoor 100 euro bedroeg. In Januari 2009 bedroeg de koers slechts 6,5 euro. De overheid zou dan nagenoeg 90 procent verloren hebben (Vuchelen, 2009).

Vuchelen zegt dat financiële crisissen van alle tijden zijn en dat financiële zeepbellen door een soort vast patroon kunnen uitmonden in een crisis. Het komt bij iedere zeepbel voor dat er enkele personen veel geld verdienen. De beleggers, gedreven door hun hebzucht worden ervan overtuigd dat de hoge opbrengsten gegarandeerd zullen blijven en ze mee op de geldtrein kunnen stappen als ze zo snel mogelijk kopen. Indien ze dit niet doen, zal de zeepbel vroegtijdig barsten door het feit dat de rendementen kelderen. Doen ze dit wel, dan kunnen ze met het geld van de beleggers nieuwe inlagen aantrekken, wat de goede resultaten zal verlengen. De resultaten blijven als verwacht positief dus het vertrouwen van de belegger blijft groeien en aan de risico's wordt niet meer gedacht. Als er dan een onzekerheidsfactor optreedt, zullen de beleggers willen verkopen en loopt de zeepbel leeg. Hoe snel deze zeepbel leegloopt hangt af van hoe groot de paniek bij de

beleggers is. Als ze allen tegelijk willen verkopen dan barst de zeepbel en wordt het globale economische stelsel in gevaar gebracht.

#### **4.4: De invloed op de economische activiteit**

##### 4.4.1 Strengere kredietregels

Een alom bekende analytische tool die de meeste financiële beslissingnemers kennen is de "*weighted-average cost of capital curve*" (WACC) of de gewogen gemiddelde kapitaalkostencurve. De WACC vergelijkt de kapitaalkost over verschillende kapitaalstructuren. De gemiddelde kapitaalkost is het gewogen gemiddelde van de kost van eigen vermogen en van schulden, pro rata de verhoudingen in de kapitaalstructuur. Uit een studie van J.P. Morgan uit 2008 kunnen we zien dat de WACC curve sterke veranderingen heeft ondergaan sinds het begin van de financiële crisis. Voor de zomer van 2007 had een gemiddelde grote onderneming met een  $\beta$  van 1 een minimum kapitaalkost bij een BBB- rating van om en bij de 8 procent. De WACC liep vrij horizontaal met een minimaal verschil tussen de kredietratings. Anderhalf jaar later kan men echter waarnemen dat de curve veel steiler is geworden bij lagere ratings (vanaf BBB-). Nu is de WACC minimaal bij een rating van A+. Men kan dan concluderen dat financiële instellingen voorzichtiger zijn geworden door de onzekerheden in de markt en dat dit ten koste gaat van een hogere gewogen gemiddelde kapitaalkost voor bedrijven met een minder goede rating.

De kredietratings zijn de afgelopen twee jaar dus zeer belangrijk geworden voor ondernemingen die met vreemd vermogen willen financieren. Het feit dat over de laatste 20 jaar de kredietratings gemiddeld afgenomen zijn van A naar BBB+ (gebaseerd op S&P 500) kan twee oorzaken hebben: ofwel zijn firma's meer met vreemd vermogen gaan werken omdat ze een BBB rating voldoende vinden, ofwel zijn de instanties die de ratings uitbrengen conservatiever geworden. J.P. Morgan kwam tot de conclusie dat de schuldgraad ongeveer stabiel is gebleven en dat de liquiditeit en rendabiliteit versterkt zijn bij deze bedrijven en dat dus de oorzaak bij de instanties ligt.

Doorheen de crisis is de volatiliteit van kredieten, intrestvoeten en wisselkoersen simultaan gestegen tot een hoogtepunt. Deze volatiliteit reflecteert de onzekerheid van de markt en bedrijven kunnen de impact van een hogere volatiliteit tegengaan door meer met intern eigen vermogen te financieren en dus een meer conservatieve kapitaalstructuur aan te nemen. Dit is ook wat de *Pecking order* theorie zegt. Sterkere kredietratings en financiële staten waarin men meer met eigen vermogen financiert

voorzien een grotere financiële flexibiliteit en bescherming. Het advies van J.P. Morgan is dat alle bedrijven hun kapitaalstructuur moeten herzien en aanpassen aan de huidige omgeving, met uitzondering van de best gepositioneerde bedrijven met goede kredietratings. Bedrijven met een minder goede kredietrating moeten agressiever aan hun kapitaalstructuur werken. Voor deze bedrijven is het een noodzaak geworden om het risico uit de financiële staten weg te werken en dit liefst met eigen vermogen, om de kredietratings gunstiger te maken. Om hun financiële staten te versterken kunnen bedrijven gebruik maken van volgende technieken:

- Verkoop van activa: Activaverkoop met terugbetaling van schuld is een factor die voor de versterking van de balans zal zorgen. Toch is het uitdagend omdat in de huidige crisis er niet zo een grote vraag naar is, waardoor de prijzen van de activa op de tweedehandsmarkt lager kunnen liggen.
- Terugschroeven van de investeringen: neigt naar lagere transactiekosten op korte termijn, maar kan op lange termijn zorgen voor lagere waardecreatie.
- Private equity aantrekken: Omdat KMO's geen aandelen kunnen uitgeven op de beurs kunnen ze aankloppen bij *private equity* huizen om zich gedeeltelijk in te kopen met eigen vermogen, waardoor de liquiditeitspositie ook zal verbeteren

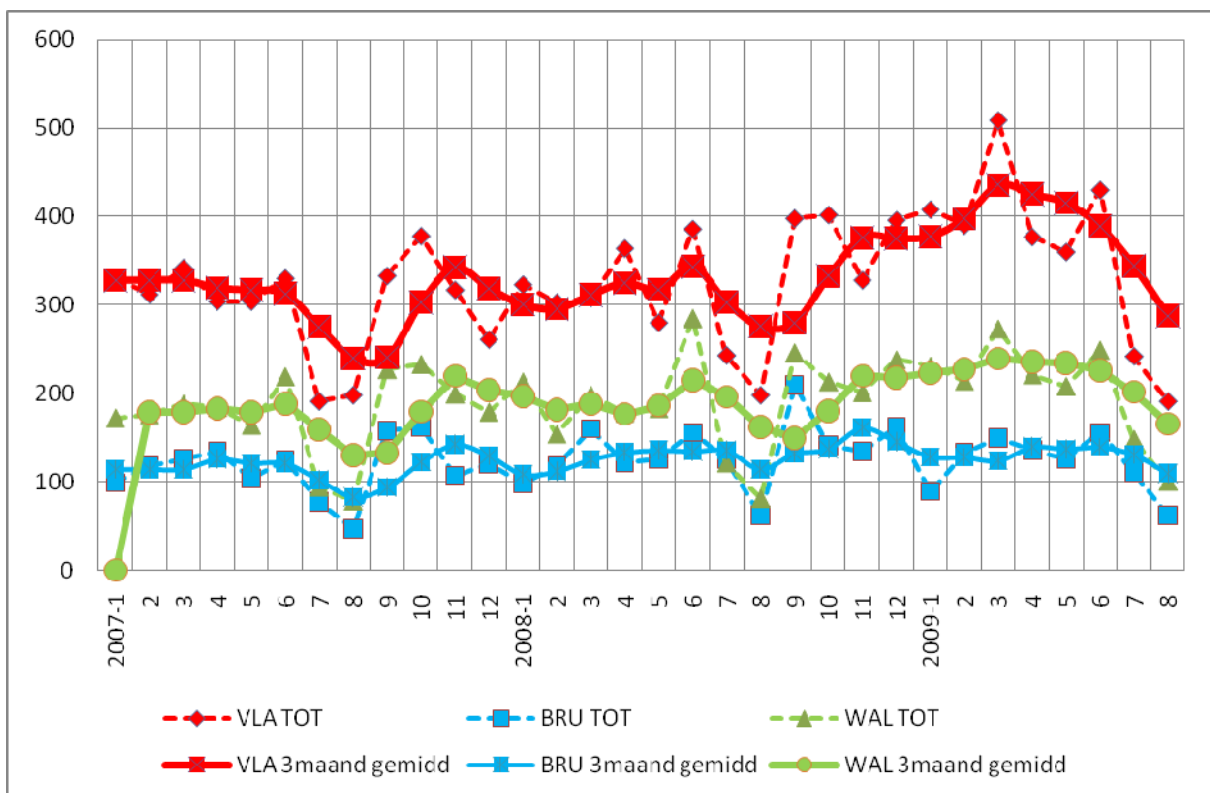
Socialistische politici hebben het over een reorganisatie van het bank- en financiewezen. Banken moeten terug banken worden, en de spaarder moet niet het gevoel hebben zijn geld naar de goktafel in Las Vegas te brengen. Banken zijn er voor de mensen en het economisch systeem vooruit te helpen, niet voor zichzelf. Volgens hen dringt er zich een dringende mentaliteitsverandering op, een die de spaarder centraal stelt.

#### 4.4.2 Faillissementen in België

De wereldeconomie kreeg te maken met een vertraging die gepaard ging met een zeer sterke stijging van de grondstofprijzen gedurende het eerste kwartaal van 2008. Vervolgens stortte de economische groei in tijdens het tweede kwartaal van 2008. Dit leidde voor veel bedrijven tot een zorgwekkende liquiditeit, met betalingsproblemen en een sterke stijging van het aantal faillissementen tot gevolg.

In 2009 zijn er in België 9382 bedrijven failliet gegaan. Dit was een stijging van 10.7 procent ten opzichte van 2008 (FOD economie, 2010). Figuur 4.5 geeft een overzicht van het aantal faillissementen in België over de tijdsspanne 2007-2009. Er is duidelijk te zien dat pas vanaf eind 2008 er een significante stijging van het aantal faillissementen op te merken valt. Dit is logisch te koppelen aan de crisis, aangezien een faillissement niet van de ene dag op de andere een feit is. Vooral Vlaanderen lijkt het zwaarst getroffen.

Figuur 4.5 : Aantal faillissementen in België, periode 2007-2009



Bron: website FOD economie, 2010



#### 4.4.3 Investeringsplannen en financiering in de privésector

Uit een studie van het Federaal planbureau blijkt dat in alle sectoren de investeringsplannen voor 2009 werden verminderd. Men zou normalerwijze verwachten dat het aantal kredietaanvragen dan ook gedaald zou zijn, maar dit blijkt niet het geval. Uit de studie blijkt dat het aantal kredietaanvragen in het eerste kwartaal van 2009 nog steeds groter was dan het eerste kwartaal van 2008 maar er lijkt zich een verschuiving binnen de sectoren voor te doen. Van een kredietschaarste is dus geen sprake. Toch is er een aanzienlijke daling van het aantal investeringen op te meten in tijden van crisis. Hoelen (1978) zegt dat de investeringen in de oliecrisis van 1973 over een periode van 5 jaar drastisch gedaald zijn. Hij zegt ook dat de daling van de investeringen geen oorzaak, maar een gevolg is van de malaise.

De crisis heeft een zeer grote negatieve impact op de wereldeconomie, de arbeidsmarkt, de publieke financiën en de sociale omgeving. Deze kredietcrisis kan men bestempelen als de grootste van de afgelopen decennia. De recessie heeft volgens analisten zijn dieptepunt reeds gekend, toch heeft het federaal planbureau voor 2010 nog steeds een vrij negatief internationaal klimaat voor ogen omwille van de stijgende energieprijzen. Er zou pas een heropleving komen circa 2011. Ook verwachten ze een nog sterkere daling van de arbeidsmarkt, met in 2010 een verlies van nog eens 53.000 banen. Ook de impact op de publieke financiën zou nog moeten komen. Het is dus duidelijk dat we nog steeds niet aan de gevolgen van de crisis kunnen ontsnappen. Bedrijven nemen duidelijk maatregelen en in hoofdstuk 5 zal er onderzocht worden welke de invloeden zijn van de economische crisis op de financiering van Belgische KMO's. We kunnen concluderen dat de financiële crisis gezorgd heeft voor een krimpende economie, veel werkloosheid en een stijging van het aantal faillissementen. Het is dan ook niet misplaatst om te zeggen dat de financiële crisis van 2008 uitgedraaid is op een economische crisis (Jacques, 2009).

## DEEL II : Empirische studie

### Hoofdstuk 5 : Empirie a.d.h.v. een survey-onderzoek

#### 5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal er op een empirische wijze ingegaan worden op de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen. Eerst wordt uitgelegd hoe de steekproeven tot stand zijn gekomen, dan worden de variabelen die gebruikt werden voor het onderzoek verduidelijkt om dan af te ronden aan de hand van een hoofdstuk 6 met de resultaten en conclusies.

#### 5.2 Methodologische aspecten van het onderzoek

##### 5.2.1 Opzet van het empirisch onderzoek

Dit onderzoek zal gevoerd worden aan de hand van een survey-onderzoek bij een 100-tal KMO's. We houden rekening met een foutenmarge van 10 procent, omdat het moeilijk bleek om respondenten aan te trekken en er een beperkt tijdsbestek beschikbaar is. Er werd gekozen voor een betrouwbaarheidsniveau van 95 procent. De vereiste steekproefgrootte is 96 respondenten en in dit onderzoek wordt dit criterium behaald. Er wordt op basis van de gestelde hypothesen een enquête opgesteld die bevraagd zal worden aan Belgische kleine- en middelgrote ondernemingen.

Om voldoende informatie te bekomen wordt er een enquête opgesteld met een 15-tal doelgerichte vragen. Hiervoor wordt er gebruik gemaakt van het softwarepakket SNAP 10 dat door de universiteit Hasselt gratis ter beschikking wordt gesteld. Er zal gebruik gemaakt worden van *multiple choice* vragen waarbij de respondenten bij sommige vragen de mogelijkheid hebben tot meerdere antwoorden aan te duiden. Bij vragen waarbij de antwoorden elkaar uitsluiten is dit niet het geval. Op het einde van de enquête wordt er gevraagd naar het BTW-nummer van de respondent. Ondernemingen die wensen anoniem deze vragenlijst in te vullen kunnen deze vraag niet invullen. Er zal geprobeerd worden om de vragenlijst zo simpel mogelijk op te stellen, daar het niet een

hele opgave zal worden voor de ondernemingen om te ontcijferen wat er bedoeld wordt met bepaalde vragen.

De enquêtes worden door de bedrijven ingevuld op verschillende manieren. Eerst wordt er telefonisch contact opgenomen met de KMO's om te vragen of de financieel directeur de enquête wil invullen. Dan wordt er gevraagd of ze dit via de telefoon wensen te doen of via mail of post. Er is bewust niet gekozen voor een onderzoek aan de hand van een financiële databank. De reden hiervoor is dat de jaarrekeninggegevens van 2009 slechts beperkt beschikbaar zijn op het moment van het onderzoek. Bijkomend werd er vastgesteld dat er te weinig BTW-nummers werden opgegeven door de respondenten, de steekproef zou dan niet voldoen aan het minimumcriteria van 96, hetgeen er voor zorgt dat de data niet representatief zou zijn.

Bij het opstellen van de lijst van potentiële respondenten wordt er gebruik gemaakt van de Bel-first databank, beschikbaar op de universitaire campus. Er wordt een selectie gemaakt rekening houdend met de definitiecriteria van de KMO volgens de Europese Unie die eerder in deze masterproef aan bod kwam. De bedrijven moeten minstens 5 jaar bestaan, verder wordt er een linguïstische filter ingebouwd die eist dat de bedrijven Nederlandstalig moesten zijn. Dit levert in Limburg een populatie op van 2018 bedrijven. De selectie binnen deze lijst wordt *at random* uitgevoerd. Gemakkelijkheidshalve werd ook aangevinkt dat de bedrijven zich in Limburg moesten bevinden. We maken dan ook de assumptie dat de provincie Limburg een goed representativiteitgehalte voor België heeft.

In een later stadium worden de resultaten geëxporteerd naar het softwarepakket SPSS 17 (Stats Practically Short and Simple) om een statistische analyse uit te voeren met behulp van beschrijvende statistiek en analysetechnieken. Op deze manier kunnen we dan testen of de vooropgestelde hypothesen al dan niet aanvaard kunnen worden.

### 5.2.2 Hypothesen en de variabelen

Na het uitvoeren van de literatuurstudie en na een beeld te hebben gevormd over hoe het empirisch onderzoek eruit zal zien, kunnen de variabelen definiëren en kunnen de hypothesen vorm aannemen. Later zullen de hypothesen getest worden op significantie en zullen er conclusies getrokken worden hieromtrent. Om het statistisch onderzoek verder te zetten wordt er gebruik gemaakt van het softwarepakket SPSS 17.

De grootste reden van de huidige economische crisis is volgens de literatuur de onvoorzichtigheid van de banken. Hypotheekleningen werden bijna kosteloos verstrekt aan het brede publiek. Er was een grote onzekerheid m.b.t. de terugbetaling van deze hypotheekleningen. Veel banken kwamen in de problemen en degene die overleefden werden zich bewust van de ernst. Veel banken moeten de komende jaren een extra inspanning doen om uit deze hachelijke situatie te komen. Daar er nog een grote onzekerheid is met betrekking tot het economisch klimaat zullen banken grotere zekerheid willen. We kunnen dan ook verwachten dat banken deze verhoogde zekerheid willen bekomen door hun kredietvoorwaarden te verstrengen. Dit kan door het eisen van extra waarborgen bij de klanten of door het verhogen van de risicopremie op het geleende kapitaal. Er wordt ook verwacht dat KMO's in tijden van economische crisis een meer conservatieve houding aannemen t.o.v. hun kapitaalstructuur en meer met intern eigen vermogen gaan financieren juist omwille van deze strengere kredietpolitiek.

- $H_1$  : Banken zullen een strenger kredietbeleid voeren in tijden van economische crisis en bedrijven.

De banking theorie zegt dat bedrijven die een enkele bank als financieringsbron gebruiken het nadeel kunnen hebben dat banken in tijden van crisis hun monopoliepositie gaan gebruiken om een hoger rendement te vragen aan de onderneming, alsook hogere waarborgen te eisen bij het verschaffen van krediet. Als een onderneming met meerdere banken samenwerkt zullen deze onderling concurreren en zal de onderneming hiervan kunnen profiteren. We kunnen dan ook verwachten dat ondernemingen die met één enkele bank samenwerken hogere interestkosten aangerekend krijgen en/of meer waarborgen zullen moeten geven dan ondernemingen die bij meerdere banken klant zijn en deze met elkaar concurreren.

- $H_2$  : Ondernemingen die met één bank samenwerken zullen strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen in tijden van economische crisis dan ondernemingen die bij meerdere banken klant zijn.

We verwachten ook dat deze hogere kost van schuldfinanciering groter zal zijn naarmate de onderneming een hogere schuldpositie heeft. In dit geval is het risico dat de onderneming in financiële moeilijkheden zal geraken immers groter. We verwachten dat de risicopremies van bedrijven met een hoge schuldgraad meer zijn gestegen dan bedrijven die slechts een lagere schuldgraad hebben. De schuldgraad van de onderneming verhoogt het bedrijfsrisico van de financiële instellingen dus wordt verwacht dat zij een hoger rendement zullen vragen.

- $H_3$  : Ondernemingen met een relatief hoge schuldgraad zullen strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen door banken dan ondernemingen met een lage schuldgraad.

De *Pecking order* theorie stelt dat bedrijven een voorkeur hebben voor financiering van projecten met intern gegenereerde middelen. Met intern gegenereerde middelen wordt voornamelijk ingehouden winst bedoeld. Als de intern gegenereerde middelen onvoldoende zijn gaat de onderneming pas over op schuldfinanciering. Op basis van de *Pecking order* theorie kunnen we dan verwachten dat bedrijven verder zullen zoeken naar interne middelen. We verwachten dan ook dat ze meer gebruik gaan maken van *bootstrap* financiering. Ze kunnen bijvoorbeeld extra betalingsuitstel bij financiers claimen, zorgen dat klanten sneller betalen, dividenden en salarissen van eigenaars en managers uitstellen enz.. Er kan dan ook verwacht worden dat ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen meer gebruik willen maken van *bootstrap* financieringsmethodes. Op deze manier kunnen ze hun liquiditeit ook verbeteren.

- $H_4$  : Ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen gaan meer gebruik maken van financiering met eigen vermogen.
- $H_5$  : KMO's die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen gaan meer gebruik maken van *bootstrap* financiering.

Volgens de *Static trade-off* theorie gaan ondernemingen minder schulden opnemen naarmate de nadelen van schuldfinanciering stijgen ten opzichte van de voordelen van schuldfinanciering. De *Pecking order* theorie zegt dat managers zelfs investeringsprojecten met een positieve NVP zouden afwijzen indien er geen externe financiering tegen 'redelijke' kost beschikbaar is. We kunnen dus verwachten dat strengere kredietvoorwaarden ervoor hebben gezorgd dat Belgische KMO's meer investeringen zijn gaan uitstellen dan voor de economische crisis.

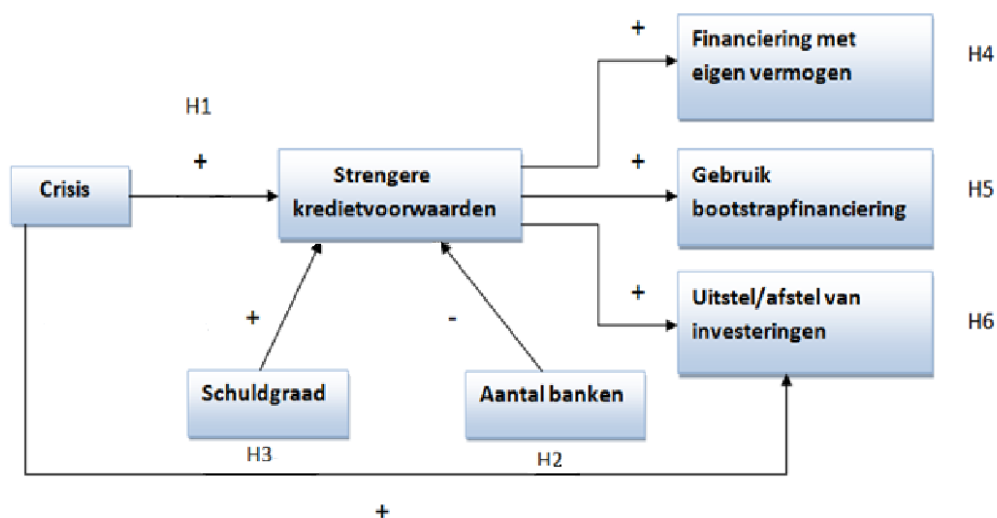
- H<sub>6</sub> : KMO's die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen gaan meer investeringen uitstellen/afblazen.

### 5.3 Definiëring van de modellen en variabelen

#### 5.3.1 Inleiding

Het doel van deze empirische studie is te achterhalen welke invloed de economische crisis heeft op de financieringsbeslissingen van Belgische KMO. Aan de hand van de hypothesen kunnen we een model uitwerken dat getest wordt aan de hand van bekomen resultaten van de enquêtes. Eerst wordt het model gegeven en vervolgens nader toegelicht.

Figuur 5.1 : Relatiediagram van de variabelen



Bron : eigen onderzoek, 2010

## Opgenomen variabelen

Binnen de empirische studie zullen we vier variabelen beschouwen die een invloed uitoefenen , namelijk:

- Economische crisis
- De schuldgraad van de onderneming
- De strengere kredietvoorwaarden opgelegd door de bank
- Het aantal banken waarbij de onderneming klant is

### **1. Economische crisis**

Hypothese 1 stelt dat banken in tijden van economische crisis strengere kredietvoorwaarden vereisten. Er werden drie vragen aan deze hypothese gekoppeld. Eerst en vooral werd er gevraagd of de ondernemingen gemerkt hebben dat banken een strenger kredietbeleid voeren sinds het begin van 2008. Daarnaast werd er dan gevraagd of ze gemerkt hebben dat banken dit doen door middel van een hogere intrestkost aan te rekenen op leningen en of ze dit eventueel doen door hogere waarborgen te eisen bij het geven van een lening.

We kunnen in dit onderzoek geen maatstaf koppelen aan de variabele "crisis". Daarom zullen de hypothesen die beschreven werden hieromtrent met behulp van beschrijvende statistiek getoetst worden.

### **2. Het aantal banken waarbij de onderneming klant is**

Het aantal banken waarbij de onderneming klant is kan gezien worden als een onafhankelijke variabele die invloed heeft op de kredietvoorwaarden opgelegd door de bank. Hypothese 2 verwacht dat ondernemingen die met meerdere banken samenwerken minder hoge kredietvoorwaarden opgelegd zullen krijgen omdat de banken met elkaar concurreren. Er wordt in de enquête gevraagd naar het aantal banken waarmee de onderneming samenwerkt.

### **3. De schuldgraad van de onderneming**

De schuldgraad van de onderneming wordt gemeten door vraag 7 van de enquête. Daar wordt er gevraagd naar de graad van financiële autonomie van het bedrijf. Hieruit kunnen we de schuldgraad van de onderneming afleiden. Volgens hypothese 3 zullen KMO's met een relatief hoge schuldgraad strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen

door de financiële instellingen. Er is dan ook de vraag gesteld of de respondenten opgemerkt hebben dat sinds het begin van de crisis banken strengere kredietvoorwaarden gesteld hebben. Er wordt dan ook specifiek gevraagd of ze dit gemerkt hebben aan de hand van extra waarborgen die ze hebben moeten leveren of aan de hand van een hogere intrestvoet die banken aanrekenden op nieuwe leningen.

#### **4. De strengere kredietvoorwaarden opgelegd door de bank**

Zoals hierboven beschreven werd er gevraagd of de ondernemingen gemerkt hebben dat de banken een strengere kredietpolitiek voeren sinds het begin van de economische crisis (2008). Volgens de hypothesen hebben de strengere kredietvoorwaarden invloed op 3 afhankelijke variabelen, namelijk:

- Gebruik *bootstrap*financiering

Hypothese 5 verwacht dat ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen door de bank meer gebruik gaan maken van *bootstrap*financiering. Hier wordt specifiek naar gevraagd in de enquête.

- Financiering met eigen vermogen
- Meer investeringen uitstellen/afblazen

Hypothese 4 en 6 volgen de *Static trade-off* theorie en verwachten dat ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen door de bank meer nadelen gaan ondervinden aan schuldfinanciering. We hebben dan gevraagd welke gevolgen een strengere kredietpolitiek zou kunnen hebben voor de financieringsbeslissingen van de onderneming. Er zal door hypothese 4 onderzocht worden of KMO's meer zullen financieren met eigen vermogen. Hypothese 6 stelt dat ze meer geneigd zijn om investeringen uit te stellen of af te blazen in tijden van economische crisis.



Figuur 5.2 : Overzicht van de variabelen

Variabele	Invloed op	Verwacht teken	Hypothese
Crisis	Strengere kredietvoorwaarden	+	H1
Aantal banken	Strengere kredietvoorwaarden	-	H2
Schuldgraad	Strengere kredietvoorwaarden	+	H3
Strengere kredietvoorwaarden	Financiering met eigen vermogen	+	H4
	Gebruik bootstrapfinanciering	+	H5
	Uitstel/afstel van investeringen	+	H6

Bron : eigen onderzoek, 2010

### 5.3.2 Veralgemening, validiteit en betrouwbaarheid

We moeten rekening houden met drie soorten kwaliteitscriteria (Hutjes, 1992):

- **Begripsvaliditeit** : De begrippen die in de uitspraken van het theoretisch model worden gehanteerd, dienen een juiste interpretatie te zijn van de empirische verschijnselen waarvoor ze worden gehanteerd, we moeten dan ook nagaan of de variabelen treffelijk zijn geoperationaliseerd;
- **Interne validiteit** : De semantische relaties die in de uitspraken van het conceptuele model tussen de begrippen worden verondersteld, dienen eveneens een juiste interpretatie te zijn van de samenhangen tussen de onderzochte verschijnselen die in de realiteit gevonden worden. De juiste causale verbanden moeten dus worden aangegeven;

- Betrouwbaarheid : De uitspraken dienen gebaseerd te zijn op een nauwkeurige waarneming van de werkelijkheid en dienen niet terug te voeren te zijn op toevallige omstandigheden in de onderzochte eenheden. Wanneer een andere onderzoeker exact hetzelfde onderzoek zou doen, moet hij dezelfde resultaten bekomen.

Wetende dat we met de validiteit rekening moeten houden zal de steekproef groot genoeg gekozen moeten zijn om een representatief beeld te kunnen geven over de populatie. Ook zal uitvoerig beschreven worden welke stappen in het onderzoek worden uitgevoerd om de betrouwbaarheid te waarborgen. Bij de bespreking van de resultaten worden de verbanden uitvoerig toegelicht zodat de interne validiteit niet in het gedrang komt.

## Hoofdstuk 6 : Resultaten en bevindingen

### **6.1 Inleiding**

De resultaten van de empirische studie worden in dit hoofdstuk uitvoerig besproken. In de empirische studie hebben we enkele hypothesen vooropgesteld met betrekking tot financieringskeuzes van Belgische KMO's. Er werd uiteindelijk een enquête ingevuld door 102 Belgische KMO's. Bij een verdere analyse bleek dat er drie bedrijven waren die de enquête twee maal hadden ingevuld. Na deze dubbele cases te hebben verwijderd blijven we met geldige 99 cases over. In de eerste paragraaf volgen enkele beschrijvende gegevens over de steekproef. Vervolgens wordt elke hypothese getoetst met behulp van statistische methoden. Ten slotte wordt er een samenvatting gegeven van de conclusies die we hebben kunnen trekken.

### **6.2 Beschrijvende statistiek**

Om een algemene inleiding te geven over de resultaten zal er allereerst een profiel geschetst worden over de steekproefpopulatie. Als inleiding wordt er in de enquête gevraagd naar de sector waarin de onderneming actief is. Ongeveer 9 procent van de respondenten is actief in de landbouwsector of de primaire sector. De meerderheid, in dit geval 52,5 procent van de ondervraagden is actief in de secundaire sector en 36,4 procent in de dienstensector of tertiaire sector. Slechts 2 procent van de ondernemingen die geparticipeerd heeft bevindt zich in de quataire sector.

Als we dan kijken naar de eigendomsstructuur van de ondernemingen valt op dat in ongeveer de helft van de ondernemingen de algemeen directeur de enkele eigenaar is. 28,3 procent is mede-eigenaar samen met familie en ongeveer 15 procent is mede-eigenaar met meer dan 75 procent van de aandelen in handen.

Verder kunnen we afleiden dat 55,6 procent van de ondernemingen slechts bij 1 bank klant is, 29,3 procent bij twee banken en slechts een kleine 9 procent bij meer dan 3 banken. Er kan ook gezien worden dat de grote meerderheid van de respondenten al reeds een langere relatie heeft met zijn hoofdbankier. 76 van de 99 respondenten heeft reeds een relatie van meer dan drie jaar met zijn hoofdbankier.

In de enquête werd ook nagevraagd of de respondenten de *Static trade-off*, dan wel de *Pecking order* theorie volgen. Er werd gevraagd of de respondenten bij het aantrekken van nieuw kapitaal een target kapitaalstructuur proberen te volgen, hetgeen betekent dat ze de *Static trade-off* volgen, of dat ze een bepaalde hiërarchie volgen. Tabel 1a vat samen dat 70.6 procent van de respondenten, zijnde 71 personen met een bepaalde target in gedachten financiert. De overige ondernemingen verduidelijken in vraag 6 welke hiërarchie ze volgt bij het investeren.

De respondenten hebben de keuze uit 7 soorten financieringsvormen, welke ze moeten rangschikken in dalende mate van preferentie. De mogelijke vormen zijn :

- kaskrediet
- meer leverancierskrediet
- lening bij een financiële instelling
- interne financiering bv. via de reserves
- uitstellen van het salaris/dividend van de managers/aandeelhouders
- een snellere betaling van klanten bekomen

**Tabel 1a: Bij het aantrekken van nieuw kapitaal**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Heeft uw onderneming een target kapitaalstructuur die u probeert te volgen.	71	71,7	71,7	71,7
Volgt uw onderneming een hiërarchie	28	28,3	28,3	100,0
Total	99	100,0	100,0	

Tabel 1b geeft een overzicht van de resultaten. De frequentiegemiddelden in de kolom 'mean' geven de gemiddelde plaats weer die gemiddeld ingevuld werd door de respondenten. Uit deze tabel kunnen we afleiden dat de resultaten van dit onderzoek goed overeenkomen met de *pecking order* theorie.

Tabel 1b beschrijft dat in onze steekproef over het algemeen de ondernemingen die een hiërarchie in hun financieringspolitiek toepassen initieel de preferentie hebben om met interne middelen te financieren, dan met leningen en op de laatste plaats extern eigen

vermogen willen aantrekken. De middelste kolom 'mean' geeft voor elke financieringsmethode de gemiddelde positie weer die de respondenten aan de desbetreffende financieringsmethode gegeven hebben. Men kan dus zeggen dat interne financiering via de reserves gemiddeld als eerste in de hiërarchie voorkomt. Over het algemeen kunnen we besluiten dat er meer met een bepaalde target wordt gefinancierd. Dit leunt aan bij de *Static trade-off* theorie, maar we kunnen hier niet weten of de respondenten werkelijk de voor- en nadelen van schuldfinanciering hebben afgewogen.

**Tabel 1b: Overzicht van de resultaten hiërarchische preferentie**

	N	Mean	Rang
Interne financiering via de reserves	28	2,50	1
Snellere betaling van klanten bekomen	28	2,86	2
Leverancierskrediet	28	3,25	3
Kaskrediet	28	3,61	4
Lening bij financiële instelling	28	3,79	5
Uitstel van betaling salaris manager/ dividend aandeelhouder	28	5,11	6
Externe financiering via uitgifte extra aandelen	28	6,79	7
Valid N (listwise)	28		

Bron: eigen onderzoek, 2010

Er wordt ook gevraagd naar de schuldgraad van de onderneming. Uit de resultaten kunnen we afleiden dat 24,2 procent van de ondernemingen een relatief lage schuldgraad heeft van minder dan 50 procent. 32,3 procent van de KMO's heeft een schuldgraad die tussen 51 en 65 procent ligt, en 43,4 procent heeft een hogere schuldgraad van meer dan 66 procent. Om de schuldgraad van de ondernemingen te onderzoeken wordt er gevraagd naar de graad van financiële autonomie. Dit is in principe het tegengestelde van de schuldgraad van de onderneming. We hebben eerder gesteld dat een onderneming die een schuldgraad tussen 0 en 65 procent heeft als "goed" wordt gezien qua financiële afhankelijkheid.

Deze ondernemingen hebben voldoende eigen middelen die als buffer kunnen dienen. Cumulatief geeft dit als resultaat dat 56,5 procent van de ondernemingen uit deze steekproef een "goede" schuldgraad hebben. 25,3 procent van de ondernemingen heeft een schuldgraad tussen 65-80 procent en nog eens 18,2 procent heeft een schuldgraad van boven de 80 procent. Deze ondernemingen worden gezien als ondernemingen met een hoge schuldgraad en weinig financiële onafhankelijkheid.

**Tabel 2 : Overzicht van de schuldgraad**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 81-90%	18	18,2	18,2	18,2
66-80%	25	25,3	25,3	43,4
51-65%	32	32,3	32,3	75,8
0-50%	24	24,2	24,2	100,0
Total	99	100,0	100,0	

Bron: eigen onderzoek, 2010

Uit de resultaten van vraag 12 van de enquête (BIJLAGE A) kunnen we afleiden dat 46.5 procent van de respondenten in het laatste jaar meer investeringen hebben uitgesteld omwille van de economische crisis. Er moet rekening mee gehouden worden dat het geen noodzaak is dat de overige 53,5 procent de intentie heeft gehad om in het laatste jaar te investeren dus kunnen we besluiten dat dit percentage vrij hoog is.

**Tabel 3 : Overzicht vraag 10 : werden er meer investeringen uitgesteld dan voor de economische crisis?**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid ja	46	46,5	46,5	46,5
neen	53	53,5	53,5	100,0
Total	99	100,0	100,0	

Bron: eigen onderzoek, 2010

Er werd dan verder gevraagd naar de reden voor het uitstellen van de investeringen. De resultaten werden opgenomen in bijlage A. In 60,9 procent van de gevallen werd het

project uitgesteld/afgeblazen wegens te grote onzekerheid in de markt. In 28,3 procent van de gevallen was de lening te duur en slechts 11 procent zei dat de interne middelen niet voldoende waren om de investering te financieren. We kunnen dus al zien dat er toch nog een negatieve sfeer rond de crisis hangt met het oog op de onzekerheid in de markt.

Vervolgens werd er gevraagd of de KMO's gemerkt hadden dat banken een strengere kredietpolitiek voeren in tijden van economische crisis. Uit tabel 4 kan afgeleid worden dat 63,6 procent van de ondernemingen ook daadwerkelijk gemerkt heeft dat banken een strenger kredietbeleid voeren sinds de crisis. Er werd vervolgens gevraagd of banken dan hun kredietbeleid hadden aangepast door middel van extra waarborgen te vragen bij het afsluiten van nieuwe leningen. Bij 44,4 procent van de respondenten werd naar extra waarborgen gevraagd door de financiële instellingen. Analoog werd er dan gevraagd of ze dan naar een hogere risicopremie zouden gevraagd hebben bij het afsluiten van een nieuwe lening. Hier valt op dat slechts 36,4 procent van de respondenten hier positief op heeft geantwoord. We kunnen dan concluderen dat de banken meer geneigd zijn om hogere waarborgen te vragen dan dat ze hogere intrestkosten aanrekenen aan klanten. Dit zou erop wijzen dat banken in tijden van economische crisis niet willen profiteren van de situatie om hun winsten op te drijven maar meer streven naar een passende risicodekking. De risico's zijn gestegen in tijden van de economische crisis en tegenover een hoger risico moet een hogere marge staan, niet zozeer in de vorm van een hogere intrestkost, maar vooral in de vorm van hogere waarborgen. De kostprijs van geld voor de financiële instellingen is in tijden van crisis ook gestegen. De ECB heeft wel veel extra kredieten verstrekt aan de financiële instellingen ze hebben sterke verliezen geleden zoals eerder uitgelegd. Hun financiële buffers waren niet groot genoeg om de risico's te dekken en nu proberen ze vooral door hogere waarborgen te vragen en deels hogere intrestkosten te vragen aan hun klanten. Er valt een positieve correlatiecoëfficiënt af te leiden uit tabel 4b tussen het vragen van extra waarborgen en het vragen van een hogere intrestvoet bij het afsluiten van een lening. De twee mechanismen kunnen dus als complementair beschouwd worden.

**Tabel 4a: overzicht vraag 8: Heeft u gemerkt dat banken een strenger kredietbeleid voeren sinds begin 2008?**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid ja	63	63,6	63,6	63,6
neen	36	36,4	36,4	100,0
Total	99	100,0	100,0	

**Tabel 4b : Correlatie tussen extra waarborgen en extra hoge intrestvoet**

		Is u t.o.v. pre 2008 naar extra waarborgen gevraagd bij het afsluiten van een lening?	Is u t.o.v. pre 2008 een extra risicopremie (een extra hoge intrestvoet) bij het afsluiten van een lening?
Is u t.o.v. pre 2008 naar extra waarborgen gevraagd bij het afsluiten van een lening?	Pearson Correlation	1	,592**
	Sig. (2-tailed)		,000
	Sum of Squares and Cross-products	24,444	14,000
	Covariance	,249	,143
	N	99	99
Is u t.o.v. pre 2008 een extra risicopremie (een extra hoge intrestvoet) bij het afsluiten van een lening?	Pearson Correlation	,592**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	Sum of Squares and Cross-products	14,000	22,909
	Covariance	,143	,234
	N	99	99

**Tabel 5: overzicht vraag 9: Is u t.o.v. pre 2008 naar extra waarborgen gevraagd bij het afsluiten van een lening?**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid ja	44	44,4	44,4	44,4
neen	55	55,6	55,6	100,0
Total	99	100,0	100,0	



**Tabel 6: overzicht vraag 10: Is u t.o.v. pre 2008 een extra risicopremie (een extra hoge intrestkost) gevraagd bij het afsluiten van een lening?**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid ja	36	36,4	36,4	36,4
neen	63	63,6	63,6	100,0
Total	99	100,0	100,0	

Bron: eigen onderzoek, 2010

In vraag 15 werd er gevraagd of ondernemingen sinds begin 2008 meer gebruik maakten van verschillende soorten *bootstrap* financieringsmethoden. De respondenten hadden de keuze om één van de mogelijke antwoorden aan te kruisen of de vraag blanco te laten indien dit niet van toepassing was. Er werd een dummyvariabele gecreëerd die specificeert of de respondent sinds het begin van de economische crisis meer gebruik maakt van *bootstrap* financiering. Als we de resultaten in tabel 7 bekijken blijkt het dat 61,6 procent van de respondenten hier meer gebruik van maakt. De mogelijke antwoorden waren :

- Eisen van een snellere betaling door de klant
- Extra uitstel van betaling vragen bij leveranciers
- Betaling van het salaris/dividend van de manager/aandeelhouder uitstellen
- Extra gebruik maken van bv. kredietkaarten

Uit tabel 9 kunnen we afleiden dat extra uitstel van betaling bij leveranciers vragen het meest populair is met 28,3 procent, gevolgd door het extra gebruik maken van persoonlijke middelen zoals kredietkaarten met respectievelijk 25,5 procent. 17,3 procent van de respondenten zei dat ze ook een snellere betaling aan de klanten vereiste en slechts 9 procent stelde vaker de betaling van het loon/dividend uit.

**Tabel 7: overzicht van bootstrapfinanciering**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid ja	61	61,6	61,6	61,6
neen	38	38,4	38,4	100,0
Total	99	100,0	100,0	

**Tabel 8: overzicht antwoorden bootstrapfinanciering**

	Mean
Eisen van een snellere betaling van klanten	,17
Extra uitstel van betaling vragen bij leveranciers	,28
Betaling salaris manager / dividend aandeelhouder uitstellen	,09
Extra gebruik van persoonlijke middelen (bv. kredietkaart)	,25

Bron: eigen onderzoek, 2010

Tot slot wordt er een binaire dummyvariabele 'financiering met eigen vermogen' aangemaakt. De data wordt verzameld uit de vraag wat een hogere kost van een lening (extra waarborgen of hogere intrestvoet) voor gevolgen zou hebben voor de onderneming. Als de respondenten mogelijkheid b, zijnde "financiering van de investering via reserves of ingehouden winsten" invulden, zal de binaire variabele 1 aangeven, anders 0. Uit tabel 9 blijkt dat 51 van de 99 respondenten door de strengere kredietpolitiek met eigen vermogen zal financieren, of dit reeds doet.

**Tabel 9 :overzicht van vraag meer financiering met eigen vermogen**

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid ja	51	51,5	51,5	51,5
neen	48	48,5	48,5	100,0
Total	99	100,0	100,0	

Bron: eigen onderzoek, 2010

### **6.3 Resultaten met betrekking tot de hypothesen**

#### **Hypothese 1 : Banken zullen een strenger kredietbeleid voeren in tijden van economische crisis en bedrijven.**

Op basis van hypothese 1 kunnen we verwachten dat de economische crisis ervoor heeft gezorgd dat banken een strengere kredietpolitiek zijn gaan voeren en dat ondernemingen dit hebben gemerkt. Daar we voor de onafhankelijk variabele 'crisis' geen maatstaf kunnen gebruiken wordt deze hypothese beschrijvend getoetst.

63.6 % van de respondenten vond dat de banken een strenger kredietbeleid zijn gaan voeren sinds de economische crisis. Dit percentage is op zich al vrij hoog, maar men mag niet vergeten dat niet alle respondenten in contact zijn gekomen met een financiële instelling sinds de crisis. KMO's die enkel met eigen vermogen werken zullen dit ook niet kunnen merken. Dit impliceert dat het percentage nog hoger zou kunnen liggen en we mogen concluderen dat banken een strenger kredietbeleid zijn gaan voeren sinds het begin van de crisis. Deze bevindingen wijzen in de richting van een bevestiging van hypothese 1.

#### **Hypothese 2 : Ondernemingen die met één bank samenwerken zullen strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen in tijden van economische crisis dan ondernemingen die bij meerdere banken klant zijn.**

Om deze hypothese te testen hebben we de oorspronkelijke variabele die meet met hoeveel banken de onderneming samenwerkt moeten hercoderen. Er worden twee categorieën gemaakt : enerzijds hebben we de categorie met bedrijven die slechts met één bank samenwerkt en anderzijds de categorie met bedrijven die met meerdere banken samenwerkt.

**Crosstabulation**

		Heeft u gemerkt dat banken een strenger kredietbeleid voeren sinds de economische crisis?		Total
		ja	neen	
Bij hoeveel banken is de onderneming klant?	Één bank	35	20	55
	Meerdere banken	28	16	44
Total		63	36	99

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	,000 <sup>a</sup>	1	1,000		
Continuity Correction <sup>b</sup>	,000	1	1,000		
Likelihood Ratio	,000	1	1,000		
Fisher's Exact Test				1,000	,584
Linear-by-Linear Association	,000	1	1,000		
N of Valid Cases	99				

a. 0 cells (,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 16,00.

b. Computed only for a 2x2 table

**Symmetric Measures**

	Value	Approx. Sig.
Nominal by Nominal		
Cramer's V	,000	1,000
N of Valid Cases	99	

De nulhypothese bij een *Chi-square* toets is altijd dat de beiden variabelen in de kruistabel statistisch onafhankelijk van elkaar zijn (De Vocht, 2007). In de frequentietabel kunnen we reeds bemerken dat 55,6 procent van de respondenten klant is bij slechts één bank. 29,3 procent is klant bij 2 banken en de overige 15 procent is klant bij 3 of meer banken. Als we de *Chi square* test uitvoeren zien we dat de waarde

van deze test met ,000 helemaal niet significant is. We kunnen dan ook controleren in de kruistabel dat er geen verband bestaat tussen het aantal banken waarbij een onderneming klant is en of ze al dan niet een strenger kredietbeleid opgelegd krijgen.

**Hypothese 3 : Ondernemingen met een hogere schuldgraad zullen strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen.**

Deze hypothese wordt ook getest met de *Chi square* test daar het om categorische variabelen gaat. De kruistabel geeft duidelijk weer dat er in de categorieën met een hogere schuldgraad meer respondenten die hebben gemerkt dat de banken een strenger kredietbeleid voeren dan voor de economische crisis.

**Crosstabulation**

Count

		Heeft u gemerkt dat banken een strenger kredietbeleid voeren sinds de economische crisis?		Total
		ja	neen	
Schuldgraad onderneming	81-90%	16	2	18
	66-80%	23	2	25
	51-65%	17	15	32
	0-50%	7	17	24
Total		63	36	99

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	27,503 <sup>a</sup>	3	,000
Likelihood Ratio	30,078	3	,000
Linear-by-Linear Association	23,870	1	,000
N of Valid Cases	99		

a. 0 cells (,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 6,55.

**Symmetric Measures**

	Value	Approx. Sig.
Nominal by Nominal		
Cramer's V	,527	,000
N of Valid Cases	99	

Van de 63 respondenten die dit gemerkt hebben zijn er 39 die een schuldgraad hebben van meer dan 65 procent. Slechts 7 respondenten hebben een schuldgraad tussen 0 en 50 procent. De waarde van de  $\chi^2$  toets is 27,503 die significant is op 5 procent met een tweezijdige significantiewaarde van 0,000. Er zijn drie vrijheidsgraden omdat het aantal categorieën 4 is. De sterkte van de verhouding valt met deze test niet te achterhalen, maar wordt met behulp van de Cramers' V toets bepaald. De waarde van de Cramer's V associatiemaat is 0.527 hetgeen wijst op een zeer sterke samenhang tussen de variabelen. De richting van de samenhang kan duidelijk worden afgelezen in de kruistabel. Op basis van deze resultaten kunnen we besluiten dat vooral ondernemingen met een relatief hoge schuldgraad geconfronteerd worden met een verstrenging van de kredietpolitiek door banken. Hypothese 3 mag dus aanvaard worden

**Hypothese 4 : Ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen gaan meer gebruik maken van financiering met eigen vermogen.**

Voor deze hypothese te testen wordt er een dummyvariabele 'financiering met eigen vermogen' aangemaakt die binair is. De data wordt verzameld uit de vraag wat een hogere kost van een lening (extra waarborgen of hogere intrestvoet) voor gevolgen zou hebben voor de onderneming. Als de respondenten mogelijkheid b, zijnde "financiering van de investering via reserves of ingehouden winsten" invulden, zal de binaire variabele 1 aangeven, anders 0.

**Crosstabulation**

		Heeft u gemerkt dat banken een strengere kredietbeleid voeren sinds de economische crisis?		Total
		ja	neen	
Heeft u sinds de economische crisis meer met eigen vermogen gefinancierd?	ja	24	27	51
	neen	39	9	48
Total		63	36	99

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	12,492 <sup>a</sup>	1	,000		
Continuity Correction <sup>b</sup>	11,058	1	,001		
Likelihood Ratio	12,934	1	,000		
Fisher's Exact Test				,001	,000
Linear-by-Linear Association	12,366	1	,000		
N of Valid Cases	99				

a. 0 cells (,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 17,45.

b. Computed only for a 2x2 table

**Symmetric Measures**

	Value	Approx. Sig.
Nominal by Nominal		
Cramer's V	,355	,000
N of Valid Cases	99	

Uit de frequentietabel blijkt dat 51 van de 99 respondenten door de strengere kredietpolitiek met eigen vermogen zal financieren, of dit reeds doet. Als we de *Chi square* toets uitvoeren wordt het duidelijk dat er een zeer significant verband tussen de variabelen is. Een  $\chi^2$  waarde van 12,492 is met een significantiewaarde van ,000 is

uiterst significant te noemen op een niveau van 5 procent. De Cramer's V waarde van ,355 geeft weer dat er een matig tot sterk verband is tussen de het meer financieren met eigen vermogen en strengere kredietpolitiek. Daar het een nominale meetschaal betreft kunnen we de Kendall Tau-B toetst niet uitvoeren om de richting van het verband te kunnen weernemen. We weten dat er een verband tussen de variabelen is dat matig tot sterk is, maar we kunnen de richting niet onderzoeken. Als we naar de resultaten van de kruistabel kijken kan er opgemerkt worden dat meer dan de helft van de respondenten die vinden dat de banken een strenger kredietbeleid voeren sinds de crisis niet meer met eigen vermogen zijn gaan financieren. Deze respondenten hebben mogelijks de financiering met schuld reeds a priori uitgesloten en werden dus niet geconfronteerd met een strenger kredietbeleid. Anderzijds is het opmerkelijk dat de respondenten die niet gemerkt hebben dat banken strenger geworden zijn wel veel meer met eigen vermogen zijn gaan financieren. Eveneens is er het feit dat de perceptie van een strenger kredietbeleid in crisistijden er volgens hypothese 6 voor zorgt dat er veel meer investeringsopportunities uitgesteld worden. Verder kan dan gezegd worden dat door het negatieve algemene klimaat van onzekerheid dat de crisis met zich meebrengt er wel meer met eigen vermogen zal gefinancierd worden. Dit valt ook af te leiden uit de eerder besproken frequentietabel 8. Meer dan de helft van de respondenten heeft meer met eigen vermogen gefinancierd sinds 2008. De resultaten in de kruistabel zijn dan ook begrijpelijk, rekening houdend met het bovenstaande. Hypothese 4 moet verworpen worden op een significantieniveau van 5 procent.

**Hypothese 5 : Ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen gaan meer gebruik maken van *bootstrap* financiering.**

Net zoals bij hypothese 6 moeten we de resultaten analyseren aan de hand van een kruistabel, en een *Chi square* test. De  $\chi^2$  waarde bedraagt 3,228 en is niet significant op een significantieniveau van 5 procent daar de waarde van ,072 groter is dan ,05. Er is volgens de Cramer's V waarde van ,181 een zwak tot matig verband tussen de variabelen. In de kruistabel kunnen we zien dat er van de 63 ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd hebben gekregen er 43 meer gebruik hebben gemaakt van *bootstrap* financiering en slechts 20 niet. Van de overige 36 die geen strengere kredietvoorwaarden opgelegd hebben gekregen is het aantal dat meer *bootstrap* financiering heeft gebruikt gelijk aan het aantal dat dit niet heeft gedaan. Op het eerste zicht zou je denken dat de hypothese aanvaard mag worden maar de waarde



van de *Chi square* test is niet significant, rekening houdend met een significantieniveau van 5 procent en dus moet de hypothese verworpen worden.

**Crosstabulation**

Count

		Heeft u gemerkt dat banken een strengere kredietbeleid voeren sinds de economische crisis?		Total
		ja	neen	
<i>Bootstrapfinanciering</i>	neen	20	18	38
	ja	43	18	61
Total		63	36	99

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	3,228 <sup>a</sup>	1	,072		
Continuity Correction <sup>b</sup>	2,502	1	,114		
Likelihood Ratio	3,201	1	,074		
Fisher's Exact Test				,088	,057
Linear-by-Linear Association	3,195	1	,074		
N of Valid Cases	99				

a. 0 cells (,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 13,82.

b. Computed only for a 2x2 table

**Symmetric Measures**

		Value	Approx. Sig.
Nominal by Nominal			
	Cramer's V	,181	,072
N of Valid Cases		99	

**Hypothese 6 : Ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen gaan meer investeringen uitstellen/afblazen.**

Hier wordt gesteld dat ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen meer investeringen zullen afstellen dan ondernemingen die geen strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen door financiële instellingen. Om te kunnen zien of er een significante relatie bestaat tussen deze twee factoren is er ook gebruik gemaakt van de *Chi-square* test. Door middel van deze test kunnen we trachten te onderzoeken of er een relatie bestaat tussen strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen en het al dan niet meer uitstellen van investeringen. De resultaten van de analyse zijn zeer duidelijk. De waarde van de *Chi-square* toets bedraagt 13,366 en de overschrijdingskans is 0,000. Hieruit kunnen we besluiten dat er met een betrouwbaarheid van 95 procent een statistisch significant verband tussen de variabelen is. De waarde van deze Cramers' V geeft met ,367 weer dat er een matig tot sterke samenhang is tussen de variabelen. Op basis van deze analyse kunnen we dan besluiten dat hypothese 6 aanvaard mag worden en dat ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen meer investeringen gaan uitstellen/afblazen.

**Crosstabulation**

Count

		Heeft u gemerkt dat banken een strenger kredietbeleid voeren sinds de economische crisis?		Total
		ja	neen	
Werden in het laatste jaar meer investeringsprojecten uitgesteld dan voor de economische crisis?	ja	38	8	46
	neen	25	28	53
Total		63	36	99

**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	13,366 <sup>a</sup>	1	,000		
Continuity Correction <sup>b</sup>	11,878	1	,001		
Likelihood Ratio	13,974	1	,000		
Fisher's Exact Test				,000	,000
Linear-by-Linear Association	13,231	1	,000		
N of Valid Cases	99				

a. 0 cells (.0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 16,73.

b. Computed only for a 2x2 table

**Symmetric Measures**

		Value	Approx. Sig.
Nominal by Nominal	Phi	,367	,000
	Cramer's V	,367	,000
N of Valid Cases		99	

## 6.4 Algemene Conclusie

In het begin van deze masterproef werd de volgende centrale onderzoeksvraag gesteld: "Heeft de economische crisis gevolgen voor de financiering van de Belgische KMO?" Deze onderzoeksvraag kan na de literatuurstudie en de empirische toetsing beantwoord worden. Afzonderlijk kunnen we een antwoord geven op de verschillende deelvragen die uit deze centrale onderzoeksvraag werden afgeleid. We zullen per deelvraag enkele conclusies trekken.

Om te antwoorden op de eerste deelvraag, met betrekking tot reeds bestaande kapitaalstructuurtheorieën kan er gezegd worden dat er de laatste 60 jaar heel wat onderzoek verricht is naar de kapitaalstructuur van een onderneming. Aan de bron ligt de studie van Modigliani en Miller, die doorheen de jaren de *Static trade-off* theorie hebben ontwikkeld. Initieel stelden de auteurs dat de waarde van het bedrijf los stond van de kapitaalstructuur die ze hanteerde. Vijf jaar later werd er ook rekening gehouden met vennootschapsbelastingen en bemerkten de auteurs dat intrestkosten die afgetrokken worden van de winst als een belastingschild gezien kunnen worden. Uiteindelijk stelt de *Static trade-off* theorie dat ondernemingen de voor- en nadelen van schuldfinanciering afwegen en op deze manier een optimale kapitaalstructuur bekomen.

Een andere zeer belangrijke theorie voor KMO's is de *Pecking order* theorie. Deze zegt dat ondernemingen geen optimale kapitaalstructuur hebben maar financieren volgens een bepaalde hiërarchie. Myers zegt dat bedrijven initieel intern eigen vermogen prefereren boven schulden en als laatste optie zullen opteren voor extern eigen vermogen. Volgens Swinnen, Voordeckers en Vandemaele (2005) opteren KMO's voornamelijk voor deze hiërarchie. Managers van KMO's hebben vaak te maken met een kort tijdsbestek, asymmetrische informatie en mogelijk te weinig financiële middelen om te investeren in een financieringsbeleid.

In 2002 werd een nieuwe theorie omtrent kapitaalstructuur ontwikkeld door Baker & Wurgler. De *market timing* theorie zegt dat de kapitaalstructuur het cumulatief resultaat is van pogingen om de markt in het verleden te timen. Ondernemingen gaan effecten uitgeven aan hoge prijzen en terugkopen tegen lage prijzen, afhankelijk van de met de tijd variërende kapitaalkost van eigen en vreemd vermogen. Aangezien KMO's geen aandelen uitgeven op de publieke kapitaalmarkt is de *market timing* minder relevant dan de *Static Trade-off* theorie en de *Pecking order* theorie. Uit de resultaten van de

empirische studie kan er geconcludeerd worden dat de *Static trade-off* theorie in onze steekproef in 70 procent van de gevallen gebruikt werd bij financieringsbeslissingen. De respondenten die toch financieren met een bepaalde hiërarchie volgen wel degelijk de hiërarchie voorgesteld in de *Pecking order* theorie.

De tweede deelvraag omtrent de economische crisis wordt in hoofdstuk 4 uitgewerkt. Er bestaat niet zoiets als een eenduidige definitie van het woord economische crisis. We bevinden ons momenteel in een uiterst complexe situatie die ontstaan is door het uitgeven van slechte *subprime* leningen door banken over heel de wereld. Het netwerk van de banken en de afhankelijkheid van elkaar heeft van dit probleem een globaal probleem gemaakt waar iedereen nu de gevolgen van draagt. Vuchelen (2009) zegt dat economische crises van alle tijden zijn en dat financiële zeepbellen, waar bepaalde personen veel geld verdienen, kunnen uitmonden in een crisis.

Ons economisch systeem is gebaseerd op vertrouwen en als men dit vertrouwen schendt, wordt het globale economische stelsel in gevaar gebracht.

De derde deelvraag behandelt de invloed van de crisis op de financiering van KMO's. De economische crisis heeft een significante invloed op de economische activiteit van bedrijven. Banken zijn een strenger kredietbeleid gaan voeren om hun gestegen risico beter in te dekken. Uit de resultaten van de empirische studie kunnen we besluiten dat deze stelling ondersteunt wordt door 63.6 procent van de respondenten. Door het gestegen risico willen banken zich beter indekken tegen de onzekerheid van de markt. Verder werd er onderzocht of ondernemingen die met meerdere banken samenwerken minder strenge kredietvoorwaarden opgelegd krijgen dan ondernemingen die met één bank samenwerken. De *banking* theorie zegt dat als een onderneming samenwerkt met meerdere banken, de concurrentiestrijd ervoor zal zorgen dat deze ondernemingen minder strenge kredietvoorwaarden opgelegd krijgen. Uit ons onderzoek blijkt dat er geen verband is tussen het aantal banken waarmee de onderneming samenwerkt en het al dan niet opgelegd krijgen van strengere kredietvoorwaarden.

Ondernemingen die een hogere schuldgraad hebben vormen een hoger risico voor de financiële instelling. De kans dat zij met financiële moeilijkheden te maken krijgen is dan ook hoger dan ondernemingen die vooral met eigen vermogen gefinancierd hebben. De resultaten van het empirisch onderzoek wijzen erop dat financiële instellingen sneller strengere kredietvoorwaarden opleggen aan ondernemingen met een hogere schuldgraad.

Om dan verder conclusies te kunnen trekken over de financieringsbeslissingen van KMO's zijn er drie hypothesen getoetst die elk ingaan op de gevolgen van deze strengere kredietvoorwaarden. Wat opvalt is dat er zeer veel ondernemingen meer investeringen hebben uitgesteld sinds het begin van de crisis. Dit brengt een macro economische implicatie met zich mee. Als de financiële instellingen hun kredietvoorwaarden zodanig streng opstellen dat er voor veel bedrijven geen krediet meer voorhanden is, versterkt dit de negatieve gevolgen van de crisis. Er werd ook verwacht dat ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen meer met eigen vermogen zullen investeren. De resultaten van de analyse laten echter uitschijnen dat vooral ondernemingen die geen strengere kredietvoorwaarden opgelegd gekregen hebben meer met eigen vermogen zijn gaan financieren en dat dit minder gedaan wordt door ondernemingen die wel gemerkt hebben dat banken strenger zijn geworden. We kunnen dit verklaren door het feit dat de perceptie van een strenger kredietbeleid in crisistijden ervoor zorgt dat bedrijven enerzijds schuld a priori uitsluiten en dus niet worden geconfronteerd met een strenger kredietbeleid en anderzijds veel meer investeringsopportuniteiten uitstellen. Verder kan dan gezegd worden dat door het negatieve algemene klimaat van onzekerheid dat de crisis met zich meebrengt er wel meer met eigen vermogen gefinancierd wordt. Ten slotte werd er verwacht dat ondernemingen die strengere kredietvoorwaarden opgelegd krijgen meer gebruik maken van bootstrapfinancieringsmethoden. Er is wel degelijk meer gebruik gemaakt van bootstrapfinancieringsmethoden sinds het begin van de economische crisis met 61.6 procent van de respondenten die dit meer toepast. Toch is het verband met de strengere kredietvoorwaarden niet significant op een significantieniveau van 5 procent en moeten we deze hypothese verwerpen.

Over het algemeen kan men besluiten dat de economische crisis een sterke invloed heeft op het investering- en financieringsbeleid van Limburgse KMO's. Het algemene negatieve klimaat dat rond de crisis heerst, alsmede de strengere kredietvoorwaarden opgelegd door de financiële instellingen zorgen ervoor dat ondernemingen een meer conservatieve kapitaalstructuur aanhouden en dat meer investeringen uitgesteld worden.

## Bibliografie

### **Boeken**

ENGELLEN, P., e.a., (2004). *Handboek financieel beheer*, Antwerpen: Intersentia, 723 p.

GARRETSEN, H., VAN EES, H., GROENEVELD, H., DE HAAS, R., (1999). *Anatomie van financiële crises*. Schoonhoven: Academic Service, 213 p.

HARKER, P., ZENIOS, S., (2000). *Performance of financial institutions : Efficiency, innovation, regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 259 p.

HOELEN, H., (1978). *Investerings*, Amsterdam: Rodopi, 41 p.

HUTJES, J.M., VAN BUUREN, J.A., (1992). *De gevalstudie : strategie van kwalitatief onderzoek*, Heerlen : Open universiteit, 71 p.

JORISSEN, A., e.a., (2006). *Financial Accounting*, Antwerpen: De Boeck, 794 p.

KEASY, K., WATSON, R., (1993). *Small Firm Management: Ownership, Finance And Performance*, Hoboken: Wiley-Blackwell, 284 p.

LAVAREN, E., (2001). *De financieringsproblematiek van KMO's : een literatuurstudie*, Antwerpen: UA,

LIEVENS, J., (2006). *Het roer uit handen*, Tielt: Lannoo, 136 p.

NEAL, G., L., TALLMAN, G.D., (1985). *Financial Analysis and Planning Package*. New York: College Publishing, 447 p.

NOELS, G., (2008). *Econoshock*. Antwerpen: Houtekiet, 380 p.

SEKARAN, U. (2003). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach (4th ed.)*. New York: Wiley and Sons, 464 p.

STEIJVERS, T. (2006). *Bankfinanciering van Belgische KMO's: een empirisch onderzoek naar kredietrantsoenering en waarborgverlening*. Diepenbeek : Universiteit Hasselt, 415 p.

TERRY, R., (1995). *Economic Insanity*. San Francisco: Berrett-Koehler, 1995, 187 p.

VAN HORNE, J.C., (1995). *Financial Management and Policy*, New Jersey: Prentice-Hall, 852 p.

VANOVERTVELDT, J., (2009). *Maandag geen economie meer?* Antwerpen: Lannoo, 176 p.

VOORDECKERS, W., (1999). *Een onderzoek naar de determinanten van de kapitaalstructuur van kleine industriële ondernemingen: theorievorming met behulp van een casestudy-onderzoek en empirische toetsing*. Diepenbeek: LUC, 281 p.

VUCHELEN, J., (2009). *Kredietcrisis*. Antwerpen: Luster, 48 p.

### **Artikels**

BAKER, M., WURGLER, J., (2002). Market Timing and Capital Structure, *The journal of Finance*, vol. 57, 4-24.

CORNELL, B., SHAPIRO, A.C., (1987). Corporate stakeholders and corporate finance, *Financial Management*, vol. 16, 4-15.

DE ANGELO, H., MASULIS, R., (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *journal of financial economics*, Vol. 8, 2-30.

DE HAAN, I., HINLOOPEN, J., (2003). Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond, and share issues: evidence for Dutch firms, *Journal of Emperical finance*, vol. 10, 661-681.

DELOOF, M., VERSCHUEREN, I., (1998). De determinanten van de kapitaalstructuur van Belgische ondernemingen, *Tijdschrift voor Economie en Management*, vol. 152, 4-8.

ELLIS, L., (2008). The housing meltdown: *Why did it happen in the United States?* Opgevraagd op 2 maart , 2010 via <http://www.bis.org/publ/work259.pdf?noframes=1>.

FAMA, E.F., FRENCH, K.R., (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order: Predictions About Dividends and Debt, *The review of Financial Studies*, vol. 15, 1-33.



FOD ECONOMIE, Algemene Directe Statistiek en Economische Informatie (2009). *Crisis treft mannen en jongeren het ergst*. Opgevraagd op 3 November 2009 via [http://www.statbel.fgov.be/press/pr141\\_nl.pdf](http://www.statbel.fgov.be/press/pr141_nl.pdf)

FOD ECONOMIE, Impact van de financiële en economische crisis op Vlaanderen en België (2009). *Analyse huidige situatie*. Opgevraagd op 11 Februari 2010 via <http://www.serv.be/uitgaven/1558.pdf>

HALL, G.C., HUTCHINSON, P.J., MICHAELAS, N., (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.31, 2-8.

JACQUES, M., (2009). The New Depression. Opgevraagd op 3 maart, 2010 via <http://martinfrost.ws/htmlfiles/feb2009/new-depression.html>

JENSEN, M.C., (1986). Agency Cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, 323-329.

JENSEN, M.C., MECKLING, W.H., (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of financial economics*, vol. 3, 305-360.

LELAND, H., PYLE, D., (1977), Information asymmetries, financial structure and financial intermediation, *The journal of Finance*, vol. 32, 370-390.

ONGENA, S., SMITH, D., (1997). Empirical evidence on the duration of bank relationships, *Journal of financial economics*, vol. 61, 449-475.

PETERSEN, M., RAJAN, R., (1996). Trade credit: Theories and evidence, vol 10, 661-691

ROSS, S., (1977). The Determinants of Financial Structure: *The incentive-signalling Approach.*, Bell Journal of Economics, vol.1, 23-40.

SWINNEN, S., VOORDECKERS, W., VANDEMAELE, S., (2005). Capital structure in SMEs: *versus Static Trade-off, bounded rationality and the behavioural principle*, opgevraagd op 23 April 2010 via [http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/250-swinnen\\_paper.pdf](http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/250-swinnen_paper.pdf)

VOORDECKERS, W. (1996). De keuze tussen eigen vermogen en schuldfinanciering: een theoretisch overzicht, *Cahiers Economiques de Bruxelles*, vol. 150, 3-25

## **Eindwerken**

DELMOTTE, J., LAMBERTS, M., SELS, L., VAN HOOTEGHEM, G., (2002). *Wat weten we over KMO's en over personeelsbeleid in KMO's ?* EV KUL, Leuven, 61 p.

FALISE, N., (1998). Empirische studie van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen. EV LUC, Diepenbeek, 111 p.

HUANG, R., J.R., (2005). *Testing the Market Timing Theory of Capital Structure*. EV UAF, Florida, 44 p.

TIELENS, J., (2003). Het vraagstuk van de kapitaalstructuur in internationale context. EV LUC, Diepenbeek, 68 p.

ZONNEVELD, E., (2009). *Het market timing effect tijdens hete en koude emissieperioden: Bewijs voor Nederlandse bedrijven*. EV VUA, Amsterdam, 27 p.

## **Websites**

De Tijd : <http://www.detijd.be>

Economagic : <http://www.economagic.org>

FOD economie : <http://www.statbel.fgov.be/>

Graydon : <http://www.graydon.be/publicnew/>

IMF : <http://www.imf.org>

Unizo : <http://www.unizo.be>

Bijlage : Enquête

## Naar een meer conservatieve kapitaalstructuur omwille van de economische crisis: onderzoek bij Belgische KMO's

### OPMERKING!

Gelieve deze vragenlijst zo volledig mogelijk in te vullen. Bij vragen of onduidelijkheden kan u steeds contact opnemen met Maurice Chaniotakis op het telefoonnummer 0479/38.75.14

Zoals reeds afgesproken is de informatie strikt vertrouwelijk. Indien u wenst kan er een ingevulde kopie van deze vragenlijst aan u terugbezorgd worden. U mag deze vragenlijst steeds ANONIEM opsturen!

#### 1. In welke sector is de onderneming actief?

- de primaire sector
- de secundaire sector
- de tertiaire sector
- de quataire sector

#### 2. Welke situatie is van toepassing op de onderneming? De algemene directeur is

- een enige eigenaar (100% van de aandelen)
- ongeveer één enkele eigenaar (>75% van de aandelen)
- mede-eigenaar samen met familie
- mede-eigenaar samen met één of meerdere vennoten (<50% van de aandelen)
- een hoofdaandeelhouder en enkele/meerdere minderheidsaandeelhouders (≥50% van de aandelen)
- bedrijfsleider zonder aandelen in het kapitaal

#### 3. Bij hoeveel banken is de onderneming klant?

- 1
- 2
- 3
- meerdere

#### 4. Hoe lang is de onderneming al klant bij de hoofdbankier?

- <1 jaar
- 1-3 jaar
- 3-7 jaar
- +8 jaar

**5. Bij het aantrekken van nieuw kapitaal :**

- Heeft uw onderneming een target kapitaalstructuur die u probeert te volgen. U zal quasi constante proporties aannemen van verschillende soorten Lt-kapitaal (eigen vermogen versus schuld). (indien ja, sla vraag 6 over)
- Volgt uw onderneming een hiërarchie (Indien ja, beantwoord ook vraag 6)

**6. Welke van de volgende financieringsbronnen krijgt de persoonlijke voorkeur. Rangschik van de financieringsbron met de grootste voorkeur (1) tot de bron met het minste voorkeur (7)**

- Kaskrediet \_\_\_\_\_
- Leverancierskrediet \_\_\_\_\_
- Lening bij financiële instelling \_\_\_\_\_
- Interne financiering via de reserves \_\_\_\_\_
- Externe financiering via uitgifte extra aandelen \_\_\_\_\_
- Uitstel van betaling salaris manager/ dividend aandeelhouder \_\_\_\_\_
- Snellere betaling van klanten bekomen \_\_\_\_\_

**7. Uw graad van financiële autonomie bevindt zich tussen : (graad van financiële autonomie = {eigen vermogen/ totaal vermogen} X 100)**

- 10-20%
- 21-35%
- 36-50%
- +50%

**8. Heeft u gemerkt dat banken een strenger kredietbeleid voeren sinds de economische crisis?**

- ja
- neen

**9. Is u t.o.v. pre 2008 naar extra waarborgen gevraagd bij het afsluiten van een lening?**

- ja
- neen

**10. Is u t.o.v. pre 2008 een extra risicopremie (een extra hoge interestkost) gevraagd bij het afsluiten van een lening?**

- ja
- neen

**11. De hogere kost van een lening (extra waarborgen en/of hogere interestkost) heeft geleid tot/zal leiden tot : (Kruis aan wat het meest van toepassing is)**

- meer uitstel / afstel van de investering
- financiering van de investering via reserves of ingehouden winsten
- financiering van de reserves via nieuw aandelenkapitaal

**12.** Werden in het laatste jaar meer investeringsprojecten uitgesteld of afgeblazen dan voor de economische crisis?

- ja
- neen

**13.** Indien ja, duid aan wat het meest van toepassing is

- We hadden het project graag met een lening gefinancierd maar schuldfinanciering was niet mogelijk of te duur
- we hadden het project graag met interne middelen (reserves, overgedragen winst) gefinancierd maar er waren onvoldoende interne middelen
- we hadden het project graag met nieuw aandelenkapitaal gefinancierd maar dit was niet beschikbaar
- het project werd uitgesteld / afgeblazen wegens te grote onzekerheid in de markt op dit moment

**14.** Heeft u sinds begin 2008 meer gebruik gemaakt van volgende methoden (kruis aan indien ja)

- eisen van een snellere betaling van klanten
- extra uitstel van betaling vragen bij leveranciers
- betaling salaris manager / dividend aandeelhouder uitstellen
- extra gebruik van persoonlijke middelen (bv. kredietkaart)

**15.** BTW- nummer van de onderneming

---

---

---

---

**Vriendelijk bedankt voor uw medewerking!**

## Auteursrechtelijke overeenkomst

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

**Is de curator een ondernemer? "Algemene kenmerken van de ondernemer toegepast op de curator"**

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

Jaar: **2010**

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.

Voor akkoord,

**Christiaens, Joeri**

Datum: **19/05/2010**