Limburgs Universitair Centrum

Faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen

Een onderzoek naar de determinanten van de kapitaalstructuur van kleine industriële ondernemingen : theorievorming met behulp van een casestudy-onderzoek en empirische toetsing.

Proefschrift voorgelegd tot het behalen van de graad van
Doctor in de Toegepaste Economische Wetenschappen
aan het Limburgs Universitair Centrum te verdedigen door

Wim Voordeckers

Promotor:
Prof. dr. A. Limère

1999

Limburgs Universitair Centrum

Faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen

Een onderzoek naar de determinanten van de kapitaalstructuur van kleine industriële ondernemingen : theorievorming met behulp van een casestudy-onderzoek en empirische toetsing.

990772

UNIVERSITEITSBIBLIOTHEEK LUC
03 04 00523731

BIBLIOTHEEK L.U.C.

2 2 JUNI 1999

Proefschrift voorgelegd tot het behalen van de graad van
Doctor in de Toegepaste Economische Wetenschappen
aan het Limburgs Universitair Centrum te verdedigen door

Wim Voordeckers

Promotor:
Prof. dr. A. Limère

1999

658.14
VOOR
1999

According to the guidelines of the Limburgs Universitair Centrum, a copy of this publication has been filed in the Royal Belgian Library Albert I, Brussels, as publication D/1999/2451/22

Woord vooraf

BIBLIOTHEEK L.U.C.

Het schrijven van een doctoraal proefschrift is een zware avontuurlijke tocht die ik tot een goed einde heb kunnen brengen met de hulp van vele mensen. Ik zou dan ook iedereen willen bedanken die op één of andere wijze heeft bijgedragen bij de totstandkoming van dit werk. De inspanningen van enkele personen hebben echter een dermate grote invloed gehad op het eindresultaat dat ik graag een speciaal woord van dank tot hen wil richten.

Eerst en vooral dank ik mijn promotor, Prof. Dr. Arthur Limère om me binnen te leiden in de boeiende wereld van de bedrijfsfinanciering en de begeleiding van mijn doctoraat op zich te nemen. De soms pittige wetenschappelijke discussies en de sterke aanmoedigingen om door te zetten op de moeilijke momenten hebben hun doel duidelijk niet gemist.

Verder wens ik de leden van mijn doctoraatsjury, Prof. Dr. Wim Van Looy, Prof. Dr. Ludo Peeters, Prof. Dr. Jan Bilderbeek, Prof. Dr. Eddy Laveren en Prof. Dr. Marc Deloof te bedanken om hun expertise in diverse domeinen met mij te delen. Hun inspanningen om mijn onderzoekswerk met de nodige kritische zin te bekijken hebben me enorm geholpen bij het schrijven van de definitieve versie.

Een dankwoord richt ik ook tot de volgende personen die me met hun kritische bemerkingen ontegensprekelijk geholpen hebben om op het juiste wetenschappelijke pad te blijven : Prof. A. Faché, Prof. Dr. Jan Broeckmans, Prof. Dr. Eric Lefebvre, Prof. Dr. Geert Molenberghs, Prof. Dr. Marc Jegers, Dr. Greet Asselberghs en Piet Pauwels.

Een speciaal woord van dank wil ik richten tot het N.C.M.V. en in het bijzonder tot Jean Paul Van Kerkhoven zonder wiens serieuze inspanningen ik nooit de nodige gegevens had kunnen verzamelen om dit onderzoek uit te voeren. Natuurlijk mogen de vele ondernemers en bankiers die zo vrij waren een deel van hun kostbare tijd met mij te delen niet in dit dankwoord ontbreken.

Ik dank ook alle collega's die in de loop der jaren aan het L.U.C. hebben bijgedragen tot het creëren van een stimulerende omgeving en een aangename werksfeer. Bovendien bedank ik Maria, Martine en Tamara van het secretariaat bedrijfskunde voor het maken van de figuren.

Tot slot wil ik mijn familie bedanken voor de morele en praktische ondersteuning van mijn onderzoekswerk en in het bijzonder mijn vrouw, Salie voor het vele geduld dat ze heeft gehad met mij. Nu kunnen we eindelijk samen aan een andere avontuurlijke tocht beginnen.

990772

Inhoudsopgave

HOOFDSTUK 1 : INLEIDING, DEFINIËRING VAN DE KLEINE ONDERNEMING EN PROBLEEMSTELLING. 1

1.1 Inleiding. 1

1.2 De kleine onderneming en haar specifieke kenmerken. 3

1.3 Probleemstelling. 7

1.4 Stappen in het onderzoeksproces en structuur van het proefschrift. 8

HOOFDSTUK 2 : DE KEUZE VAN DE KAPITAALSTRUCTUUR : THEORETISCH OVERZICHT EN DISCUSSIE. 11

2.1 Inleiding 11

2.2 De traditionele benadering. 12

2.3 De wereld van Modigliani en Miller. 13

2.4 De introductie van persoonlijke belastingen : het Miller-model. 16

2.5 Faillissementskosten als nadeel van schuldfinanciering. 18

2.6 Agentschapskosten en de optimale kapitaalstructuur. 24

2.7 Myers' pikorde-theorie. 36

2.8 Transactiekosten als verklaring voor de kapitaalstructuur. 37

2.9 Onvolledige contracten, eigendomsrechten en de kapitaalstructuur. 40

2.10 Theorie van de belangengroepen. 42

2.11 Een organisationele theorie van de kapitaalstructuur. 44

2.12 Naar een kapitaalstructuurtheorie voor kleine ondernemingen? 45

2.13 Conclusies. 49

HOOFDSTUK 3 : KAPITAALSTRUCTUUR EN DE KLEINE ONDERNEMING : THEORIEVORMING VANUIT EEN BELANGENPARTIJENPERSPECTIEF 51
3.1 Inleiding 51
3.2 Methodologische aspecten van het casestudy-onderzoek 54
3.2.1. Inleiding 54
3.2.2 Het casestudyprotocol 56
3.2.3 Generaliseerbaarheid, validiteit en betrouwbaarheid 65
3.2.4 Beperkingen van het onderzoek 68
3.3 Kapitaalstructuur en de kleine onderneming : aanvullende theoretische inzichten 69
3.3.1 Dynamische dimensie 73
3.3.1.1 Theoretische beschouwingen 73
3.3.1.2 Conclusies uit de cases 74
3.3.2 De ondernemer 76
3.3.2.1 Theoretische beschouwingen 76
3.3.2.2 Conclusies uit de cases 81
3.3.3 Het managementteam en de rol van de accountant/consultant in de kleine onderneming 87
3.3.3.1 Theoretische beschouwingen 87
3.3.3.2 Conclusies uit de cases 87
3.3.4 Schuldfinanciering en de relatie met de bankiers 89
3.3.4.1 De keuze voor schuldfinanciering 89
3.3.4.2 Het schuldcontract, de beperkingen van schuldfinanciering en hun oorsprong 93
3.3.4.3 De relatie met de bankier en het verkrijgen van kredieten 104
3.3.5 Handelskrediet en de relatie met de leveranciers 108
3.3.5.1 Theoretische beschouwingen 108
3.3.5.2 Conclusies uit de cases 112
3.3.6 De invloed van de klanten op de kapitaalstructuur 114
3.3.6.1 Theoretische beschouwingen 114
3.3.6.2 Conclusies uit de cases 114
3.3.7 De overheid en de financiering van de kleine onderneming 115
3.3.8 De externe kapitaalverschaffers 115
3.3.8.1 Theoretische beschouwingen 115
3.3.8.2 Conclusies uit de cases 116

3.3.9. Hoe kiezen kleine ondernemingen hun kapitaalstructuur? 118
3.3.9.1. Drie financieringsstrategieën. 119
3.3.9.2 Situationele factoren. 124
3.3.9.3 Financieringsbeperkingen. 126
3.3.9.4 Samenvattend model van de kapitaalstructuur in kleine ondernemingen. 126
3.4. Conclusies. 127

HOOFDSTUK 4 : DE EMPIRISCHE DETERMINANTEN VAN DE KAPITAALSTRUCTUUR EN HUN OPERATIONALISERING. 130
4.1 Inleiding. 130
4.2 Hypothesen, determinanten en hun operationalisering. 131
4.2.1. Afhankelijke variabelen. 131
4.2.2. Onafhankelijke variabelen. 132
4.2.3. Beperkingsfunctie en variabelen. 139
4.2.4. Controlevariabelen. 142
4.3 Samenvatting. 145

HOOFDSTUK 5 : EMPIRISCHE TOETSING VAN DE DETERMINANTEN VAN DE KAPITAAL-STRUCTUUR VAN KLEINE INDUSTRIËLE ONDERNEMINGEN. 148
5.1 Inleiding. 148
5.2 Beschrijving van de onderzoeksgegevens. 149
5.2.1 Basisbestand. 149
5.2.2 Procedure voor de gegevensverzameling van het analysebestand. 151
5.3 Analyse van de evolutie van de financiële structuur van de ondernemingen uit de verwerkende nijverheden voor de periode 1985-1995. 156
5.4 Preliminaire resultaten : een canonische correlatieanalyse van de twee zijden van de balans. .. 157
5.4.1 Inleiding. 157
5.4.2 Onderzoeksmethode. 158
5.4.3 Empirische resultaten. 161
5.4.4 Robuustheidstesten 168
5.4.5 Besluit. 171

5.5 De determinanten van de kapitaalstructuur van kleine industriële ondernemingen. 172
5.5.1 Inleiding. 172
5.5.2 Onderzoeksmethode. 176
5.5.2.1 Opbouw van het econometrisch model. 176
5.5.2.2 Schattingsmethode 179
5.5.3 Empirische resultaten. 181
5.5.4 Robuustheidstesten. 202
5.6 Motivaties, opvattingen en voorkeuren van de ondernemer : aanvullende resultaten vanuit de survey. 203
5.7 Conclusies. 208

HOOFDSTUK 6 : PRAKTIJKVALIDATIE EN DISCUSSIE. 213
6.1 Inleiding. 213
6.2 Het belang van de relatie met de bankier en de morele kredietwaardigheid als determinaten van de aanbodszijde. 214
6.3 De rol van waarborgen en zekerheden bij de besluitvorming rond de financiële structuur. 215
6.4 Financiering van groei. 216
6.5 Financieringsstrategieën en balansrelaties. 218
6.6 Kortetermijnbankkredieten en leverancierskrediet : substituten? 220
6.7 Conclusies. 221

ALGEMENE CONCLUSIES. 223

BIJLAGEN. 229

GERAADPLEEGDE LITERATUUR. 270

Lijst van tabellen

Tabel 3.1
Kenmerkende gegevens van de cases voor de selectiecriteria 59

Tabel 3.2
Beknopt voorgestructureerd casestudy-ontwerp 62

Tabel 3.3
Startlijst met codes 63

Tabel 3.4
Twee-variabele case geordende matrix : doelstellingen van de ondernemers 83

Tabel 3.5
Case geordende descriptieve meta-matrix : toepassing van het begrensde rationaliteits-concept op leverancierskrediet. 86

Tabel 3.6
Geordende meta-matrix (extract) : rol van het management en de accountant/consultant in het financieel beleid van de onderneming 89

Tabel 3.7
Partieel geordende meta-matrix : financiële streefcijfers en de keuze voor LT kredieten 92

Tabel 3.8
Case geordende descriptieve meta-matrix : externe kapitaalbronnen 117

Tabel 3.9
Overzicht van de verschillen en overeenkomsten in theoretische motieven achter de financieringsstrategieën voor kleine en grote ondernemingen 129

Tabel 4.1
Lijst van de variabelen en hun definiëring 146

Tabel 5.1
Overzicht van het aantal ondernemingen per provincie 150

Tabel 5.2
Overzicht van het aantal ondernemingen per sector. 151

Tabel 5.3
Proportionele vertegenwoordiging van de Vlaamse provincies in het basisbestand en het analysebestand 153

Tabel 5.4
Evolutie van de financiële structuur van de verwerkende nijverheden over de periode 1985-1995 (Volledig schema) 154

Tabel 5.5
Evolutie van de financiële structuur van de verwerkende nijverheden over de periode 1985-1995 (Verkort schema) 155
Tabel 5.6
Beschrijvende statistieken voor de steekproef van 1751 kleine industriële ondernemingen 161
Tabel 5.7
Pearson-correlatiecoëfficiënten tussen activa en passiva : basismodel 162
Tabel 5.8
Pearson-correlatiecoëfficiënten tussen activa en passiva : uitgebreid model 163
Tabel 5.9
Canonische ladingen : basismodel 164
Tabel 5.10
Teststatistieken voor de canonische functies : basismodel 164
Tabel 5.11
Canonische ladingen : uitgebreid model 166
Tabel 5.12
Teststatistieken voor de canonische functies : uitgebreid model 167
Tabel 5.13
Beschrijvende statistieken voor het analysebestand van 205 kleine industriële ondernemingen 169
Tabel 5.14
Canonische ladingen : uitgebreid model van het analysebestand 170
Tabel 5.15
Teststatistieken voor de canonische functies : uitgebreid model van het analysebestand 171
Tabel 5.16
Samenvattende tabel van de resultaten van vroeger onderzoek 175
Tabel 5.17
Overzicht van de variabelen van het structureel model en hun definiëring 178
Tabel 5.18
Correlatiematrix van de storingstermen van de individuele structurele vergelijkingen. 180
Tabel 5.19
Resultaten van de White-test voor heteroscedasticiteit 180
Tabel 5.20
Beschrijvende statistieken voor de steekproef van 176 kleine industriële ondernemingen 182

Tabel 5.21
Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 3SLS schatters. 184
Tabel 5.22
Samenvattende analyse van de determinant 'groei' 185
Tabel 5.23
Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 3SLS schatters. 189
Tabel 5.24
Controle op de basisvoorwaarden van ANOVA : Jarque-Bera-test en Levene-test. 198
Tabel 5.25
Kruskal-Wallis-test met de sectorindeling op basis van de NACE-code op 1-digit en 2-digit-niveau. 198
Tabel 5.26
Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 3SLS schatters. 199
Tabel 5.27
Kruistabel van de opgegeven doelratio's en de situering ten opzichte van dat doel. 200
Tabel 5.28
OLS-schattingsresultaten van het partieel aanpassingsmodel 201
Tabel 5.29
Kruistabel van de verandering in solvabiliteit en de situering ten opzichte van het doel 202
Tabel 5.30
Rangschikking naar belangrijkheid van de financiële doelstellingen 204
Tabel 5.31
Rangschikking van de financieringsbron volgens persoonlijke voorkeur van de ondernemer 206
Tabel 5.32
Overzicht van factoren die een rol kunnen spelen bij de keuze voor schuldfinanciering 207
Tabel 5.33
Samenvatting van de resultaten van het structureel model 211

Lijst van figuren

Figuur 1.1
Voorstelling van het onderzoeksproces 10
Figuur 3.1
Theorieontwikkelingsproces 57
Figuur 3.2
Samenvattend model van de kapitaalstructuurbeslissing in kleine ondernemingen 125

Bijlagen

Bijlage 1
Metamatrix 229
Bijlage 2
Figuur B3.1
Cross-case causaal netwerk : eigen vermogen 258
Figuur B3.2
Cross-case causaal netwerk : leverancierskrediet 259
Figuur B3.3
Cross-case causaal netwerk : bankschulden 260
Bijlage 3
Begeleidende brief en enquête 261
Bijlage 4
Tabel B5.1
Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : OLS schatters. 266
Tabel B5.2
Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 2SLS schatters. 267
Tabel B5.3
Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 3SLS schatters. 268
Tabel B5.4
Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 3SLS schatters. 269

Hoofdstuk 1 : Inleiding, definiëring van de kleine onderneming en probleemstelling.

1.1 Inleiding.

Hoe kiezen (kleine) ondernemingen hun kapitaalstructuur[1]? Sinds Modigliani en Miller (1958, 1963) is het vraagstuk van de kapitaalstructuur steeds één van de belangrijkste onderzoeksvragen in de bedrijfsfinanciering geweest dat tot op heden nog geen algemeen aanvaarde, coherente theorie heeft opgeleverd (Brealey en Myers[2], 1991, Boot en Cools, 1997). Sinds het begin van dit paradigma hebben financieel economen zich hoofdzakelijk toegespitst op het zoeken naar de factoren die een invloed hebben op de *optimale* kapitaalstructuur. In de moderne financiële theorie gaat men ervan uit dat het optimalisatiecriterium de maximalisatie van de marktwaarde van de onderneming is. Bij het nemen van beslissingen met betrekking tot de kapitaalstructuur zou het financieel management zich de vraag moeten stellen of deze beslissing de waarde van de onderneming maximaliseert. Het onderzoek naar de kapitaalstructuur richt zich dan ook op de vraag of er een optimale verhouding tussen schulden en eigen vermogen bestaat die de waarde van de onderneming maximaliseert en zo ja, welke de determinanten van die optimale kapitaalstructuur zijn.

Over het vraagstuk van de kapitaalstructuur zijn er in de laatste vier decennia een groot aantal theoretische en empirische studies verschenen. Bijna alle studies werden uitgevoerd met een waardemaximaliserende, beursgenoteerde grote onderneming voor ogen. De kleine onderneming was zelden het onderwerp van studie in de moderne financieringstheorie. Hiervoor kunnen verschillende redenen aangehaald worden. Zo werd er traditioneel vanuit gegaan dat kleine ondernemingen in essentie dezelfde managementsprincipes zouden moeten toepassen als grote ondernemingen, maar dan op kleinere schaal (Welsh en White, 1981). Verder heeft theoretisch en empirisch onderzoek in de bedrijfsfinanciering zich traditioneel toegespitst op

---

[1] Het begrip kapitaalstructuur kan gedefinieerd worden als de samenstelling van de financieringsbronnen in een onderneming.

[2] In de meest recente editie (1996) van hun boek wordt het vraagstuk van de kapitaalstructuur nochtans vermeld bij de dingen die gekend zijn in de financiering. Als argument geven ze dat de Modigliani en Millerproposities de weg hebben gewezen naar de redenen waarom kapitaalstructuurbeslissingen belangrijk kunnen zijn. Doch dit argument werd in de editie van 1991 juist gebruikt om aan te tonen dat het vraagstuk nog een onopgelost probleem is in de bedrijfsfinanciering waarvoor nog geen algemeen aanvaarde coherente theorie bestaat! We zijn van mening dat dit laatste nog steeds geldt. De verklaringen voor de kapitaalstructuur die naar voor worden geschoven in de theorie, zijn en blijven *mogelijke* verklaringen. De empirische relevantie van heel wat verklaringen kan in vraag gesteld worden. Uit de verklarende kracht van de empirische modellen blijkt immers dat er nog een grote kloof gaapt tussen de theorie en de empirie. Bovendien zal uit dit proefschrift blijken dat de moderne kapitaalstructuurtheorie weinig relevant is wanneer de kapitaalstructuur van kleine ondernemingen moet verklaard worden. Het lijkt dan ook zeer overmoedig van Brealey en Myers om te laten uitschijnen dat het vraagstuk van de kapitaalstructuur opgelost zou zijn.

de waardering van aandelen op de financiële markten. Daarnaast blijken de wortels van de financiële economie verankerd te liggen in de micro-economie waar de gewoonte gegroeid is om gedrag te verklaren aan de hand van abstracte wiskundige modellen, gebaseerd op strikt rationele voorwaarden. Omdat de specifieke kenmerken van kleine ondernemingen moeilijk te modelleren zijn, was de kleine onderneming vanuit dat opzicht een eerder oninteressant onderzoeksobject (Keasey en Watson, 1993). Een verklaring voor het beperkte empirische onderzoek naar de determinanten van de kapitaalstructuur kan gevonden worden in het gebrek aan goede gegevensbanken met financiële gegevens van kleine ondernemingen (Van der Wijst, 1989).

Sinds de tweede helft van de jaren '80 nam de interesse voor het financieel management van kleine ondernemingen als onderzoeksdomein toe. Verschillende feiten tonen dit aan (McMahon e.a., 1993) :

- er werden meer en meer[3] boeken uitgegeven die specifiek het financieel management in kleine ondernemingen behandelden (voorbeelden hiervan zijn Yazdipour, 1991, Keasey en Watson, 1993, McMahon e.a. , 1993, Osteryoung e.a., 1997)
- er werden congressen georganiseerd die zich specifiek richtten op het financieel management van kleine ondernemingen.
- in 1991 werd het wetenschappelijk tijdschrift *The Journal of Small Business Finance* voor het eerst uitgegeven.
- universiteiten begonnen cursussen in financieel management voor kleine ondernemingen te organiseren.
- de beschikbaarheid van financiële gegevens van kleine ondernemingen werd groter (Berger en Udell, 1998).

Deze groeiende onderzoeksinteresse voor het financieel management voor kleine ondernemingen kaderde in een bredere interesse voor kleine ondernemingen die ontstond in de tweede helft van de jaren '70. Deze toegenomen interesse had verschillende oorzaken :

- In de tweede helft van de jaren '70 namen de werkloosheidscijfers dramatisch toe (Keasey en Watson, 1993). In deze tijden van economische problemen werden de kleine ondernemingen door bepaalde kringen gezien als de motor van de economische heropleving. Deze ideeën brachten een verhoogde onderzoeksinteresse voor de kleine onderneming mee. Zo werd er onder meer gezocht naar een antwoord op de vraag of kleine ondernemingen een grotere proportie netto nieuwe jobs creëren dan hun

[3] Voor deze periode kwam het financieel management in kleine ondernemingen in mindere mate aan bod in boeken en studies. Voorbeelden van boeken en studies voor deze periode zijn Hinnekens en Vreys (1964), Hunt e.a. (1974) en Horvitz en Petit (1984).

aandeel in de totale werkgelegenheid (McMahon e.a., 1993).

- Acs en Audretsch (1990) stelden vast dat de grootteverdeling van de ondernemingen zich aan het omkeren[4] is : sinds het midden van de jaren '70 worden ondernemingen gemiddeld genomen kleiner. Dit had tot gevolg dat het aandeel van kleine ondernemingen in de totale populatie van ondernemingen toenam. Voor deze verschuiving in de grootteverdeling van ondernemingen halen Acs en Audretsch (1990) onder meer de volgende redenen aan :
  - technologische veranderingen waarbij de nadruk meer komt te liggen op flexibele productie daar waar vroeger de nadruk meer lag op massaproductie
  - een veranderende samenstelling van de arbeidsmarkt
  - een toegenomen globalisatie van de markten
  - een verandering van de consumentenvoorkeur, weg van het gestandaardiseerde massaproduct naar een gepersonaliseerd product.

Acs en Audretsch stelden dat kleine ondernemingen ideaal geplaatst zijn om in te spelen op deze gewijzigde omstandigheden.

1.2 De kleine onderneming en haar specifieke kenmerken.

Een belangrijke vraag die moet opgelost worden vooraleer een studie naar de financieringkeuzes van kleine ondernemingen kan aangevat worden is de vraag wat precies bedoeld wordt met een kleine onderneming. 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 en grote ondernemingen gemaakt op basis van arbitraire, kwantitatieve criteria[5]. Hierbij zijn het balanstotaal, het aantal werknemers en de omzet de meest gebruikte criteria. Wanneer we de indeling in kleine en grote ondernemingen internationaal bekijken dan merken we dat in ieder land de grens anders afgebakend wordt. Bovendien verschilt de grens nog eens binnen één land wanneer men ze gebruikt voor boekhoudkundige, fiscale of sociale doeleinden.

---

[4] Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat de besluiten van Acs en Audretsch gebaseerd zijn op Amerikaanse databases. We kunnen ons afvragen of deze tendens zich momenteel niet aan het omkeren is, aangezien zich de laatste jaren een sterke fusie en overnametendens voordoet.

[5] Zo zal een onderneming met 100 werknemers door de Belgische boekhoudwetgeving als een middelgrote onderneming omschreven worden terwijl een onderneming met 101 werknemers een grote onderneming is. Nochtans worden beide ondernemingen in de Europese context als kleine ondernemingen gedefinieerd.

Om tot een meer *aanvaardbare*[6] afbakening te komen tussen kleine en grote ondernemingen wordt gekozen om kwalitatieve criteria in aanmerking te nemen, bestaande uit de specifieke kenmerken van de kleine onderneming. Ang (1991) stelt immers dat een goed vertrekpunt om het financieel management in kleine ondernemingen te bestuderen de specifieke kenmerken van de kleine onderneming zijn. Volgens Ang kunnen deze specifieke kenmerken speciale financiële problemen met zich meebrengen en kunnen ze ervoor zorgen dat kleine ondernemingen vaak op een andere manier naar klassieke financieringsproblemen kijken dan grote ondernemingen.

Hierbij dient opgemerkt te worden dat kleine ondernemingen een zeer heterogene groep zijn. Niet elke kleine onderneming zal perfect aan alle kenmerken voldoen (Ang, 1991). Een strikte scheiding nastreven op basis van deze kwalitatieve criteria is dan ook zeer moeilijk. Zo bestaan er bijvoorbeeld verschillende grote private ondernemingen die wat betreft hun financieringsproblematiek veel meer gemeen hebben met beursgenoteerde ondernemingen dan met kleine private ondernemingen. We kunnen dan ook besluiten dat zelfs het gebruik van kwalitatieve criteria niet zal leiden tot een perfecte afbakening tussen de twee groepen van ondernemingen. Er ontstaat immers een schemerzone waarbinnen ondernemingen vallen die niet eenduidig in één van de twee categorieën[7] kunnen ondergebracht worden. We komen echter wel tot een meer aanvaardbare afbakening dan met arbitraire, kwantitatieve criteria.

De lijst van specifieke kenmerken die in deze paragraaf wordt weergegeven mag ook niet als volledig beschouwd worden. Wil men tot een volledige lijst van kenmerken komen dan moeten alle functionele gebieden in aanmerking worden genomen. De lijst zoals ze hier beschreven wordt, bestaat uit de specifieke kenmerken die vanuit financieel standpunt belangrijk zijn en die de financieringsproblematiek in kleine ondernemingen in belangrijke mate beïnvloeden. Het overzicht van deze specifieke kenmerken is gebaseerd op de studies van Ang (1991, 1992), Keasey en Watson (1993) en Welsh en White (1981).

- *De effecten worden niet publiek verhandeld.*

Kleine ondernemingen verhandelen geen effecten op de beurs (Ang, 1991). Dit impliceert dat er geen marktwaarde beschikbaar is voor de aandelen van een kleine onderneming. De onbeschikbaarheid van een

---

[6] Zwart (1991) stelt dat het niet eenvoudig is om tot een éénduidige afbakening te komen van de heterogene groep van ondernemingen die tot de kleine ondernemingen worden gerekend. Doch Zwart meent dat op basis van een aantal gemeenschappelijke kenmerken tot een meer aanvaardbare afbakening kan gekomen worden.

[7] In dit proefschrift wordt enkel gesproken over kleine en grote ondernemingen waarbij de opsplitsing wordt gemaakt op basis van de hieronder beschreven kwalitatieve criteria. Deze indeling mag niet verward worden met andere indelingen in de literatuur, meestal op basis van kwantitatieve criteria, waarbij ook gesproken wordt over micro-ondernemingen en middelgrote ondernemingen.

marktwaarde voor de aandelen maakt het bovendien moeilijk om de verschillende bestaande kapitaalstructuurtheorieën empirisch te testen.

- *Kleine ondernemingen hebben een beperkte publicatieverplichting van hun financiële gegevens.*

Ondernemingen waarvan het jaargemiddelde van het personeelsbestand meer dan 100 bedraagt of die minimum 2 van de volgende criteria overschrijden (jaargemiddelde van het personeelsbestand 50, jaaromzet exclusief BTW 200 miljoen BEF, balanstotaal 100 miljoen BEF) moeten volgens de Belgische boekhoudwetgeving hun jaarrekening opstellen volgens het volledig schema. Ondernemingen die niet verplicht zijn een volledig schema te publiceren moeten een verkort schema publiceren tenzij het kooplieden - natuurlijke personen, vennootschappen onder firma of gewone commanditaire vennootschappen betreft met een omzet kleiner of gelijk aan 20 miljoen BEF exclusief BTW (of 25 miljoen BEF indien het kleinhandelaars in koolwaterstoffen betreft). In dit laatste geval is er zelfs geen publicatieverplichting. Deze beperkte publicatieverplichting brengt met zich mee dat externe belangenpartijen minder informatie ter beschikking hebben over de onderneming dan wanneer ze te maken hebben met een grote onderneming.

- *Privé-zaken van de ondernemer kunnen verweven zijn met de onderneming.*

Volgens Ang (1992) is het bedrijfsrisico moeilijk te scheiden van het persoonlijk risico van de ondernemer. De meeste kleine ondernemingen hebben geen vennootschapsvorm met beperkte aansprakelijkheid en bij degene die wel een beperkte aansprakelijkheid hebben, wordt deze vaak uitgehold door de banken die persoonlijke waarborgen of onderpand eisen bij het toekennen van een lening. Levin en Travis (1987) bekijken de verwevenheid van private en zakelijke aangelegenheden vanuit een boekhoudkundig standpunt. Volgens hen is in vele kleine ondernemingen het privé-eigendom verweven met de bedrijfseigendommen zodat de jaarrekening geen goed beeld meer geeft van de toestand van de onderneming. Verschillende financiële ratio's zoals de rentabiliteit van de bedrijfsactiva en de rentabiliteit van het eigen vermogen kunnen dan ernstig vertekend zijn zodat interpretatie onmogelijk wordt.

Dit standpunt van Levin en Travis dient genuanceerd te worden. Eén van de belangrijkste algemeen aanvaarde boekhoudprincipes is het principe van de ondernemingsentiteit. Dit principe stelt immers dat de basisentiteit de onderneming is. De boekhouding mag daarom enkel de verrichtingen bevatten die tot de betrokken ondernemingsentiteit behoren, met uitsluiting van alle andere. Wettelijk gezien mag het privé-vermogen van de ondernemer dus niet verweven zijn met de onderneming. Een zeer kleine onderneming kan het entiteitsprincipe gemakkelijker overtreden. Doch wanneer we met een grotere onderneming te maken hebben is de kans klein dat dit principe wordt overtreden omdat een dergelijke onderneming aan

strengere controleprocedures is onderworpen.

- *De persoonlijke beleggingsportefeuille van een eigenaar-manager is niet gediversifieerd.*

Aandeelhouders in een grote onderneming beleggen hun kapitaal meestal niet enkel in één onderneming (Keasey en Watson, 1993, Ang, 1991). Ze verminderen het risico door diversificatie. Deze mogelijkheid heeft de eigenaar-manager meestal niet. Meestal is het grootste deel van zijn persoonlijk vermogen in de onderneming geïnvesteerd zodat het risico van zijn beleggingsportefeuille hoger ligt dan bij een aandeelhouder van een grote onderneming.

- *Kleine ondernemingen hebben een kortere levensverwachting dan grote ondernemingen.*

In vergelijking met grote ondernemingen stoppen kleine ondernemingen relatief gezien vlugger met hun activiteiten. Hiervoor kunnen verschillende redenen opgenoemd worden. Vooreerst zijn er het hoge aantal falingen in de groep van kleine ondernemingen. Daarnaast kan door het wegvallen van een sleutelpersoon de onderneming genoodzaakt zijn haar activiteiten stop te zetten (Ang, 1992).

- *Een kleine onderneming heeft geen uitgebouwd managementteam.*

De verschillende belangrijke managementvaardigheden zoals financiering, productie, marketing en accountancy zijn niet of slechts in beperkte mate aanwezig binnen de kleine onderneming. Meestal worden deze taken opgenomen door één of meerdere sleutelfiguren die dikwijls niet de vereiste bekwaamheden in al deze domeinen bezitten (Ang, 1991, Keasey en Watson, 1993).

- *De eigenaars van de eerste generaties zijn echte ondernemers en bereid serieuze risico's te nemen.*

De eigenaars van de eerste generatie proberen hogere opbrengsten te behalen en zijn daarom bereid grotere risico's te nemen (Ang, 1991). Deze houding, die verschilt van de eerder risico-averse houding van het management in een grote onderneming, beïnvloedt in sterke mate de keuze van de financiële strategie.

- *Er is geen scheiding tussen eigendom en controle.*

De aandeelhouders van een kleine onderneming nemen meestal ook het dagelijks bestuur waar. Doordat de eigendom en de controle van de onderneming in handen zijn van dezelfde personen, nl. de eigenaar-

manager(s), bestaat het gevaar dat deze personen handelingen zullen stellen in het nadeel van de verschillende externe belangenpartijen. Deze externe belangenpartijen kunnen onmogelijk een onderscheid maken tussen ondernemingen die dit opportunistisch gedrag zullen vertonen en ondernemingen die dit niet zullen doen. Deze sterke informatie-asymmetrie kan de controlekosten fel doen oplopen, vooral bij ondernemingen met weinig eigen vermogen (Keasey en Watson, 1993).

- *Overdracht van de onderneming tussen generaties.*

Het lot van een familiale kleine onderneming is sterk verbonden met de eigenaar-manager en zijn eventuele opvolgers. Vanaf een zekere leeftijd zal de ondernemer niet meer geïnteresseerd zijn in verdere investeringen wanneer er geen mogelijkheid tot opvolging bestaat (Van der Wijst, 1989). Wanneer de onderneming wel kan overgedragen worden aan een volgende generatie, dan zal samen met de onderneming een transfer plaatsvinden van de goodwill en de opgebouwde reputatie van de onderneming. Wanneer er geen goed overnameplan is, kan dit leiden tot het verlies van deze immateriële voordelen, met een waardevermindering van de onderneming tot gevolg.

Wanneer men deze kenmerken aandachtig analyseert, merkt men dat de financiële problemen in een kleine onderneming van een andere orde zijn dan in een grote onderneming. Mogelijke oplossingen voor deze problemen wijken dikwijls ver af van de ideale oplossing van hetzelfde probleem bij een grote onderneming. Zo stellen Keasey en Watson (1993) dat de agentschapsrelaties in een kleine onderneming in grote mate verschillen van de agentschapsrelaties in grote ondernemingen. Het agentschapsconflict tussen aandeelhouders en management is zo goed als onbestaande in een kleine onderneming. Andere agentschapsrelaties zoals die met de bankiers, de klanten en de leveranciers zullen daarentegen scherpere potentiële conflicten met zich meebrengen wat betreft de intenties van de ondernemer, de faillissementskans, het risico van de investeringsprojecten en de geloofwaardigheid van de aangegane verbintenissen. De kosten verbonden aan het oplossen van deze conflicten kunnen hoog oplopen in een kleine onderneming. Het geven van goede geloofwaardige signalen aan de diverse belangenpartijen is dan ook van groot belang.

1.3 Probleemstelling.

De basisvraag waarop in dit proefschrift getracht wordt een antwoord te geven is de welbekende formulering van het vraagstuk van de kapitaalstructuur (Myers, 1984), toegepast op kleine ondernemingen nl. **'Hoe kiezen kleine ondernemingen hun kapitaalstructuur?'**

Wanneer we de huidige theorie van de kapitaalstructuur in haar geheel bekijken dan merken we dat praktisch geen onderzoek werd verricht dat specifiek de private kleine onderneming als onderzoeksobject had. We kunnen ons dan ook enkele voor de hand liggende vragen stellen zoals : **'Is de moderne theorie van de kapitaalstructuur geschikt om het financieringsgedrag van een kleine onderneming te verklaren?'** of anders geformuleerd **'Laten kleine ondernemingen zich bij het nemen van financieringsbeslissingen leiden door de principes van de moderne theorie van de kapitaalstructuur?. En indien dit niet zo blijkt te zijn, in welke aspecten verschilt een kapitaalstructuurtheorie voor kleine ondernemingen met de moderne theorie van de kapitaalstructuur?'** Hieruit kan dan een empirisch georiënteerde vraag afgeleid worden nl. **'Welke factoren (determinanten) hebben een invloed op de kapitaalstructuur van kleine ondernemingen?'** Een antwoord op deze laatste vraag kan tegelijkertijd een inzicht geven in de financieringsstrategieën die kleine ondernemingen in de praktijk volgen.

1.4 Stappen in het onderzoeksproces en structuur van het proefschrift.

Om een antwoord te kunnen geven op de vraag of de moderne theorie van de kapitaalstructuur het financieringsgedrag van kleine ondernemingen kan verklaren, moeten we eerst weten wat de moderne financieringstheorie vertelt over de keuze van een kapitaalstructuur. Daarom werd in hoofdstuk 2 een **literatuurstudie** uitgewerkt waarin een overzicht gegeven wordt van deze theorieën. Hierbij werd telkens een kritische bespreking gegeven over de mate waarin de betreffende theorie relevant *kan* zijn voor een verklaring van het financieringsgedrag van kleine ondernemingen. Het hoofdstuk besluit met een discussie rond de vraag of we nu mogen uitgaan van de bestaande theorieën of integendeel moeten evolueren naar een aparte kapitaalstructuurtheorie voor kleine ondernemingen. Deze discussie werd besloten met de conclusie dat de bestaande kapitaalstructuurtheorieën weinig relevant zijn om het financieringsgedrag van kleine ondernemingen te verklaren.

In hoofdstuk 3 wordt getracht een antwoord te geven op de vraag hoe een kapitaalstructuurtheorie voor kleine ondernemingen er dan wel zou moeten uitzien. Daarbij werd vertrokken van de vraag welke methode het meest geschikt is om in het kader van dit onderzoek aan theorievorming te doen. Er werd voor de casestudymethodologie gekozen omdat de bestaande theoretische inzichten m.b.t. de financiering in kleine ondernemingen best aangevuld of bijgestuurd kunnen worden vanuit de praktijk. Het **casestudy-onderzoek** werd uitgevoerd vanuit een belangenpartijenperspectief waarbij vooral aandacht besteed werd aan de specifieke kenmerken van de kleine onderneming. De bevindingen van het casestudy-onderzoek werden vervolgens vertaald in testbare hypothesen.

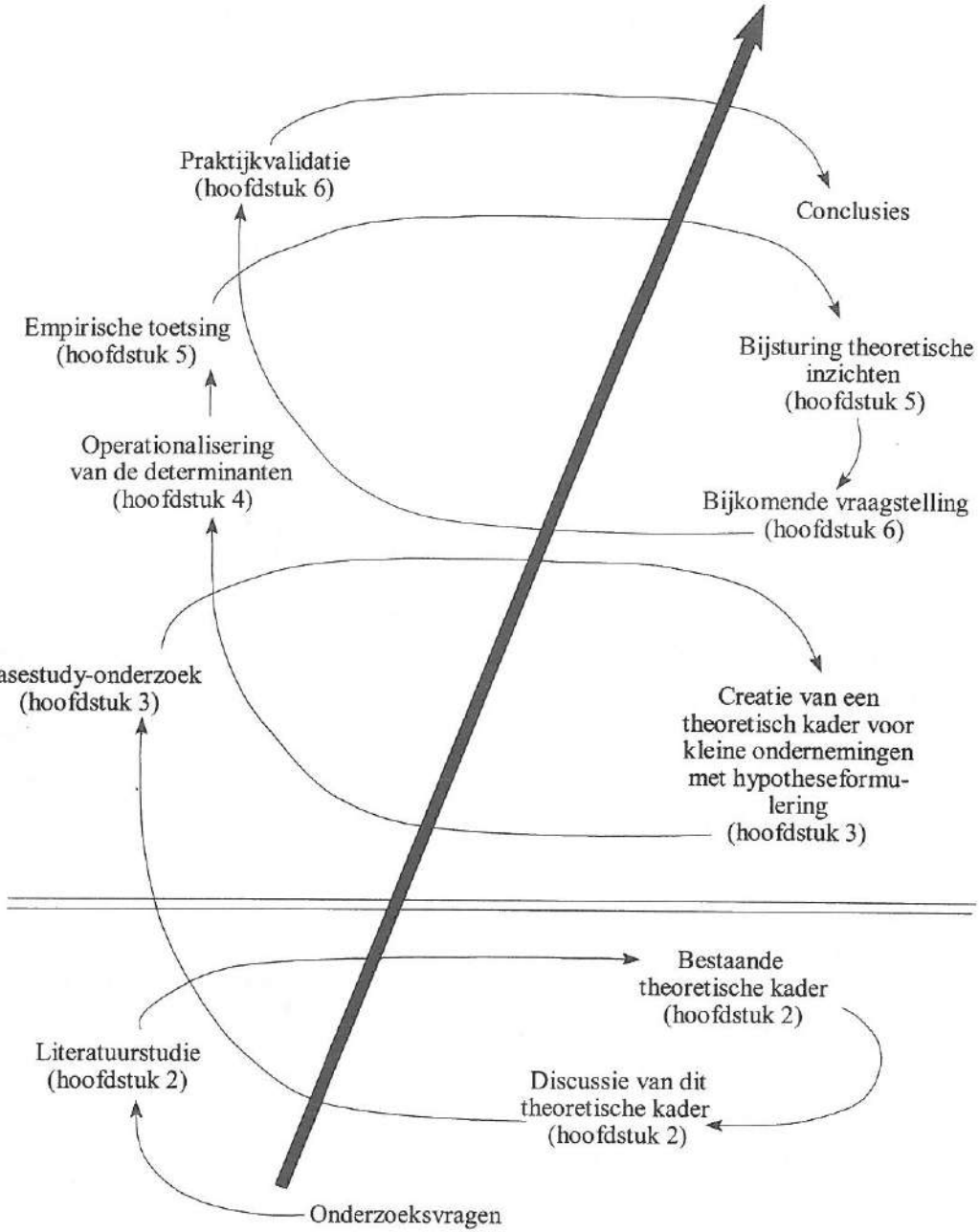
Uit de vooropgestelde hypothesen werden in hoofdstuk 4 de **determinanten van de kapitaalstructuur** van kleine industriële ondernemingen afgeleid. Deze determinanten werden dan vervolgens geoperationaliseerd in concrete variabelen.

In hoofdstuk 5 worden vervolgens de resultaten gepresenteerd van een **empirische studie** naar de determinanten van de kapitaalstructuur van kleine ondernemingen. De hypothesen die in hoofdstuk 3 werden geformuleerd dienden als uitgangspunt van deze empirische studie. Het hoofdstuk is opgedeeld in drie delen. Het eerste deel geeft een beschrijvend overzicht van de componenten van de kapitaalstructuur gedurende de periode 1985-1994. Vervolgens werden in een preliminaire analyse (deel 2) een aantal samenhangende hypothesen getest die betrekking hebben op verbanden tussen de actief- en passiefzijde van de balans. Deze verbanden werden onderzocht met behulp van een canonische correlatieanalyse. In het derde deel werd een econometrisch model geschat waarmee de vooropgestelde hypothesen werden geanalyseerd. Hierbij werd eveneens aandacht besteed aan de simultane effecten die kunnen optreden bij verschillende relaties tussen variabelen.

In het zesde hoofdstuk werd de **pragmatische validiteit** van de conclusies onderzocht. Deze stap in het onderzoeksproces werd gerealiseerd door de empirische resultaten terug te koppelen naar een panel van bevoorrechte getuigen uit de praktijk. Het resultaat van deze discussies vormt de basis voor het feedbackproces van de empirische bevindingen naar de theorie.

De **algemene conclusies** sluiten het proefschrift af waarna suggesties voor verder onderzoek worden geformuleerd.

Het volledige onderzoeksproces zoals hierboven beschreven, kan worden weergegeven als een spiraalvorm (figuur 1.1) waarbij we aan de linkerzijde de verschillende onderzoeksacties terugvinden, terwijl de rechterzijde telkens de terugkoppeling naar de theorie bevat. De horizontale balk stelt het onderscheid voor tussen de huidige theorie van de kapitaalstructuur en het theoretisch kader dat gecreëerd werd voor kleine ondernemingen.



Figuur 1.1. Voorstelling van het onderzoeksproces

Hoofdstuk 2 : De keuze van de kapitaalstructuur : theoretisch overzicht en discussie[1].

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt een antwoord gezocht op de eerste onderzoeksdeelvraag : "Is de moderne theorie van de kapitaalstructuur geschikt om het financieringsgedrag van een kleine onderneming te verklaren?" Een antwoord op deze vraag kan moeilijk gegeven worden zonder de moderne theorie van de kapitaalstructuur te bestuderen. Het doel van dit hoofdstuk is dan ook tweeledig. Ten eerste wordt een niet-technisch overzicht gegeven van de verschillende kapitaalstructuurtheorieën. Vervolgens wordt iedere theorie kritisch besproken vanuit de context van een kleine onderneming.

Een overzicht geven van deze theorieën is niet eenvoudig. Het onderzoeksdomein is erg omvangrijk en bestaat uit honderden artikels en papers die aansluitend op de studies van Modigliani en Miller (1958, 1963) zijn verschenen. Een overzicht geven van alle studies is daarom niet mogelijk en ook niet relevant in het kader van dit proefschrift. De studies die in dit overzicht worden besproken, zijn gekozen omdat ze aan de basis liggen van de grote denkrichtingen in het domein van de kapitaalstructuur en omwille van de mogelijke relevantie voor kleine ondernemingen. Hiermee wordt tevens het verschil met andere literatuuroverzichten[2] weergegeven : dit overzicht dient als basis om de relevantie van de moderne kapitaalstructuurtheorie voor kleine ondernemingen te bespreken.

De moderne theorie van de kapitaalstructuur neemt een aanvang met de irrelevantiestellingen van Modigliani en Miller (1958, 1963). Het theoretisch onderzoek sinds Modigliani en Miller heeft zich voornamelijk toegespitst op de voor- en nadelen van schuldfinanciering. Het tegen elkaar afwegen van deze voor- en nadelen leverde dan de optimale kapitaalstructuur op. Recentelijk werden enkele nieuwe theorieën ontwikkeld zoals de pikordetheorie, de onvolledige contractenbenadering, de theorie van de belangenpartijen en een organisationele theorie van de kapitaalstructuur die het traditionele uitgangspunt van de waardemaximalisatie laat vallen. Een opmerkelijke vaststelling is dat kleine ondernemingen zelden het voorwerp waren van onderzoek in deze studies. McMahon e.a. (1993, blz. 69) verklaren dit door te stellen dat "*small enterprises have been seen most often as irritating anomalies in the otherwise tidy, though still incomplete, picture of the world of business provided by modern finance theory.*" Deze

---

[1] Dit hoofdstuk is hoofdzakelijk gebaseerd op Voordeckers (1996).

[2] Andere literatuuroverzichten vinden we bij Masulis (1988), Cools (1990), Laveren (1991), Harris en Raviv (1991) en Cools (1993).

vaststelling geeft het belang aan van de onderzoeksdeelvraag die in dit hoofdstuk wordt behandeld.

De discussies in de literatuur over de relevantie van de moderne kapitaalstructuurtheorieën voor kleine ondernemingen hebben momenteel tot de conclusie geleid dat niet de huidige kapitaalstructuurtheorieën de basis kunnen vormen van verder onderzoek naar het financieringsgedrag van kleine ondernemingen. De redenen hiervoor moeten gezocht worden in de veronderstellingen van deze theorieën die ver verwijderd blijken te zijn van de ondernemersrealiteit. Zo kan bijvoorbeeld waardemaximalisatie als enige nastreefbare doelstelling in vraag gesteld worden. Ang (1991) besluit op basis van deze resultaten dat een nieuw paradigma zou moeten gecreëerd worden dat vertrekt van de specifieke kenmerken van de kleine onderneming.

De structuur van dit hoofdstuk is als volgt opgevat. In paragraaf 2.2 wordt het traditioneel ideeëngoed vóór het Modigliani en Miller tijdperk besproken. Vervolgens worden de Modigliani - Miller modellen (paragrafen 2.3 en 2.4) besproken en de verschillende extenties die in de loop der jaren zijn ontwikkeld zoals de faillissementskosten- en agentschapskostentheorie (paragrafen 2.5 en 2.6). Tenslotte komen de recentste ontwikkelingen binnen het theoretisch kapitaalstructuuronderzoek aan bod zoals de pikordetheorie (paragraaf 2.7), de transactiekostenbenadering (paragraaf 2.8), onvolledige contracten en eigendomsrechten (2.9), de theorie van de belangengroepen (paragraaf 2.10) en een organisationele theorie van de kapitaalstructuur (2.11). In paragraaf 2.12 wordt een discussie gevoerd die een antwoord tracht te leveren op de onderzoeksvraag van dit hoofdstuk. Paragraaf 2.13 besluit het hoofdstuk.

2.2 De traditionele benadering.

Vóór het Modigliani-Miller tijdperk werd aangenomen dat er een optimale kapitaalstructuur bestaat waarmee de waarde van de onderneming gemaximaliseerd kon worden en de gewogen gemiddelde kapitaalkost geminimaliseerd. Men ging ervan uit dat een onderneming haar kapitaalkost kan verlagen en haar waarde kan verhogen door het aanwenden van goedkopere schuldfinanciering. Doch door het hogere financiële risico zullen zowel schuldeisers als aandeelhouders een hoger rendement eisen. Aanvankelijk zal dit voordeel van goedkopere schuldfinanciering groter zijn dan de toename in de kost van het eigen vermogen zodat de gewogen gemiddelde kapitaalkost zal afnemen. Naarmate men meer met schulden financiert zal het voordeel van schuldfinanciering teniet gedaan worden door het stijgende geëiste rendement van de aandeelhouders en de schuldeisers wat tot gevolg heeft dat vanaf een bepaalde verhouding eigen vermogen/schulden de gewogen gemiddelde kapitaalkost zal toenemen. De optimale kapitaalstructuur wordt bereikt op het punt waar het voordeel van schuldfinanciering gelijk is aan het nadeel van financiering door eigen vermogen, wat tevens het punt is waar de gewogen gemiddelde kapitaalkost

minimaal is (Van Horne, 1995).

2.3 De wereld van Modigliani en Miller.

De moderne theorie van de kapitaalstructuur vindt zijn oorsprong in het richtinggevende artikel van Modigliani en Miller (verder afgekort als MM) in 1958. Met hun theorie van de kapitaalstructuur introduceerden MM de neo-klassieke theoretische analyse in de financieringsliteratuur. In hun analyse vertrokken MM van een aantal expliciete en impliciete veronderstellingen[3] zoals bijvoorbeeld het bestaan van perfecte kapitaalmarkten.

In hun eerste stelling bewezen MM dat de kapitaalstructuur in hun hypothetische wereld geen invloed heeft op de marktwaarde van de onderneming. Dit impliceert eveneens dat de gewogen gemiddelde kapitaalkost voor iedere onderneming onafhankelijk is van de kapitaalstructuur. De marktwaarde van de onderneming wordt dan bepaald door het verwachte rendement en de risicoklasse waarin de onderneming zich bevindt.

Deze stelling impliceert een volledige scheiding van de investerings- en financieringsbeslissing. Het bewijs voor deze stelling steunde op de volgende redenering. MM vertrekken vanuit de veronderstelling dat alle ondernemingen kunnen ondergebracht worden in risicoklassen. Iedere risicoklasse wordt gekenmerkt door het feit dat de aandelen van de verschillende ondernemingen binnen één risicoklasse homogeen zijn d.w.z. perfect substitueerbaar voor elkaar. Voor iedere onderneming binnen een risicoklasse geldt dat de verhouding van de verwachte return (=verwachte winst vóór interesten, MM, 1958, blz. 268) per aandeel over de prijs van het aandeel gelijk is.

Deze stelling steunde op de volgende redenering. Beschouwen we twee ondernemingen X en Y in dezelfde risicoklasse en met dezelfde verwachte return. Onderneming X is volledig met eigen vermogen gefinancierd terwijl onderneming Y zowel met schulden als met eigen vermogen gefinancierd is. Veronderstellen we nu dat de waarde van onderneming Y groter is dan de waarde van onderneming X. Voor een aandeelhouder van onderneming Y die bijvoorbeeld 10 % aandelen bezit is het interessant om zijn 10 % aandelen van Y te verkopen en een bedrag ten persoonlijke titel te ontlenen ("homemade leverage") dat overeenstemt met 10 % van de schulden van Y om hiermee 10 % van de aandelen van X te kopen. Omdat onderneming X een kleinere waarde heeft dan onderneming Y moet deze aandeelhouder minder betalen voor zijn deel van X dan hij kreeg voor zijn deel in Y. Dit verschil is de arbitragewinst die de aandeelhou-

[3] Voor een overzicht van deze veronderstellingen, zie Copeland en Weston (1988, blz. 439)

der opstrijkt. Doch omdat we te maken hebben met een perfecte kapitaalmarkt zullen er geen arbitragewinsten kunnen gerealiseerd worden. Het arbitragemechanisme zorgt er immers voor dat de overgewaardeerde aandelen in waarde zullen dalen en de ondergewaardeerde aandelen in waarde zullen stijgen waarbij de verschillen in marktwaarde van ondernemingen binnen eenzelfde risicoklasse verdwijnen. Hiermee was de eerste stelling van MM bewezen. Cruciaal in hun redenering is de mogelijkheid om leningen op persoonlijke naam aan te gaan ("homemade leverage"). Deze mogelijkheid zorgt ervoor dat het verwachte rendement op het eigen vermogen van de aandeelhouder verhoogt zonder dat dit een verhoging van het (financiële) risico meebrengt.

Uit de eerste stelling van Modigliani en Miller volgt hun tweede stelling. Deze luidt als volgt: het verwachte rendement van het eigen vermogen van een onderneming die met schulden is gefinancierd, is gelijk aan het verwachte rendement van een onderneming zonder schulden vermeerderd met een premie voor het financieel risico. Deze premie stijgt lineair met de verhouding vreemd/eigen vermogen en met de spreiding tussen het verwachte rendement van een onderneming zonder schulden en het interestpercentage op het vreemd vermogen. Wanneer de onderneming nu meer vreemd vermogen aanwendt dan zal de kost van het eigen vermogen in een zelfde verhouding stijgen. Veronderstellen we nu dat het interestpercentage van het vreemd vermogen een constante risicovrije interestvoet is dan zullen de voordelen door het gebruik van goedkopere schulden perfect gecompenseerd worden door een stijging in het risico en hiermee samenhangend een stijging in de kost van het eigen vermogen zodat de gewogen gemiddelde kapitaalkost constant blijft. Later werd bewezen door Stiglitz (1969) en Rubenstein (1973) dat de introductie van risicovolle schulden, d.w.z. dat de interestvoet verhoogt wanneer er meer met schulden wordt gefinancierd, geen verklaring kan bieden voor het bestaan van een optimale kapitaalstructuur. De stellingen van MM blijven gelden wanneer risicovolle schulden worden geïntroduceerd.

De irrelevantiestellingen van MM betekenden een mijlpaal in de moderne financieringstheorie. Door te bewijzen dat in een perfecte kapitaalmarkt de financieringspolitiek niet relevant is, gingen ze regelrecht in tegen datgene wat de gangbare opvatting was. Om aan te tonen dat de financieringspolitiek wel relevant zou zijn werden onderzoekers gedwongen om de veronderstellingen, waarop de MM resultaten gebaseerd waren, te veranderen of te verwerpen (Stiglitz, 1988). Het belang van hun bijdrage tot het vraagstuk van de kapitaalstructuur kan dan ook het best als volgt verwoord worden : "*Modigliani-Miller's [irrelevance] proposition is not The Answer, but it does tell where to look for reasons why capital structure decisions may matter.(Brealey en Myers, 1996, blz. 991)*"

In 1963 breidden MM hun oorspronkelijke analyse uit met het effect van vennootschapsbelastingen. Interesten op schuldfinanciering zijn fiscaal aftrekbaar waardoor de belastbare basis verkleint en er minder

belastingen worden betaald. Winsten daarentegen worden steeds belast. De som van de winsten en de interesten is het inkomen van de gezamenlijke kapitaalverschaffers. De waarde van de onderneming kan dan ook als volgt geschreven worden

(1) $$V_l = V_u + \tau D$$

Waarbij τ de marginale belastingvoet is en D de marktwaarde van de schulden. V_l en V_u zijn respectievelijk de marktwaarde van een onderneming die gedeeltelijk met schulden gefinancierd wordt en de marktwaarde van een onderneming die geheel met eigen vermogen wordt gefinancierd. Het gezamenlijk inkomen van de vermogensverschaffers stijgt naarmate er meer met vreemd vermogen wordt gefinancierd. Bijgevolg is de waarde van de onderneming maximaal bij 100 % schuldfinanciering. De kapitaalstructuur bleek dus wel relevant te zijn in een wereld met vennootschapsbelastingen. Nochtans bestaat er in realiteit geen enkele onderneming die volledig met schulden gefinancierd is. Een verklaring voor de optimale verhouding tussen eigen en vreemd vermogen moet dan ook gezocht worden in de nadelen van schuldfinanciering. De nadelen van schuldfinanciering worden gevonden in de imperfecties van de kapitaalmarkt. Het merendeel van de studies na MM bestuderen deze imperfecties van de kapitaalmarkt. Het afwegen van deze voor- en nadelen van schuldfinanciering wordt ook wel de "*Static Tradeoff Theory*" genoemd.

Berens en Cuny (1995) tonen echter aan dat de optimale schuldratio significant kleiner kan zijn dan 100%, zelfs in een MM-wereld met vennootschapsbelastingen maar zonder nadelen van schuldfinanciering. Volgens Berens en Cuny kan een groeiende onderneming ($g > 0$) die haar volledig belastingschild aanwendt, een optimale kapitaalstructuur bereiken op een punt met minder dan 100% schuldfinanciering. De waarde van de onderneming die met schulden financiert is dan gelijk aan:

(2) $$V_l = V_u + \frac{r_f}{r_f - g}\tau_c D$$

waarbij r_f de nominale risicovrije interestvoet is en g de groeivoet.

Een onderneming die schulden aangaat doet vaste interestaflossingen. Wanneer die onderneming groeit zal ze bijkomende schulden moeten aangaan (waardoor de interestbetalingen zullen stijgen), wanneer ze haar belastingschild volledig wil blijven aanwenden. Hieruit besluiten Berens en Cuny dat de huidige schulden een niet-groeiende stroom van interestbetalingen reflecteren terwijl de ondernemingswaarde een groeiende opbrengstenstroom reflecteert. Dit verschil heeft belangrijke consequenties wanneer men de tradeoff theorie van de kapitaalstructuur empirisch wil testen. Het zijn niet de schulden zelf die het belastbaar inkomen verlagen doch de interestbetalingen. Daarom moet in empirisch onderzoek een

afhankelijke variabele gekozen worden die zo goed mogelijk het marginale voordeel van interestgebonden belastingschilden weergeeft. De veel gebruikte schuldratio is in dit opzicht een vertekende maatstaf voor het gebruik van het belastingschild.

Het belastingeffect blijkt echter in de praktijk niet hetzelfde te zijn voor kleine en grote ondernemingen. Door de progressieve barema's van de vennootschapsbelasting zal dit voordeel van schuldfinanciering meer spelen bij grote ondernemingen dan bij (zeer) kleine ondernemingen. Bovendien blijkt uit verschillende studies (Ooghe, Verbaere en Coucke, 1988, Donckels, e.a., 1993, Limère, 1997) dat kleine ondernemingen in het algemeen een lagere winstgevendheid hebben zodat ze minder gebruik kunnen maken van het belastingschild. Naast deze verminderde mogelijkheden om gebruik te maken van het belastingschild bestaat er nog een zeer belangrijk praktisch argument dat het belang van het belastingeffect sterk minimaliseert : er blijken geen tot weinig belastingoverwegingen mee te spelen wanneer een kleine onderneming kiest voor schuldfinanciering (Ang, 1991).

2.4 De introductie van persoonlijke belastingen : het Miller-model.

Miller (1977) breidde de analyse van het probleem uit met het bestaan van personenbelastingen. Hij erkent wel het bestaan van faillissements- en agentschapskosten doch meent te mogen besluiten op basis van enkele empirische studies dat deze kosten relatief genomen te klein zijn om een tegengewicht te vormen voor de belastingvoordelen van schuldfinanciering. Het model van Miller is gebaseerd op dezelfde veronderstellingen als de MM-modellen waarbij zowel vennootschapsbelastingen als persoonlijke belastingen worden beschouwd in de analyse. Miller bewees dat de waarde van een onderneming wordt weergegeven door de volgende formule :

$$V_l = V_u + \left[1 - \frac{(1 - \tau_c)(1 - \tau_{ps})}{(1 - \tau_{pb})}\right] D \qquad (3)$$

waarbij :

τ_c = de marginale belastingvoet van de vennootschapsbelastingen.

τ_{ps} = de marginale belastingvoet van de persoonlijke belastingen op inkomsten van aandelen.

τ_{pb} = de marginale belastingvoet van de persoonlijke belastingen op inkomsten van schulden.

Wanneer τ_{ps} en τ_{pb} gelijk zijn dan kan het model terug gereduceerd worden tot het oorspronkelijke Modigliani-Miller model met vennootschapsbelastingen. Het belastingvoordeel, verbonden aan het gebruik van schulden is enkel positief als $(1 - \tau_c)(1 - \tau_{ps})$ kleiner is dan $(1 - \tau_{pb})$. Miller concludeerde

dat in een evenwichtssituatie $(1 - \tau_{pb})$ gelijk is aan $(1 - \tau_c)(1 - \tau_{ps})$, zodat het belastingvoordeel van schulden volledig wordt teniet gedaan door persoonlijke belastingen. Om dit te bewijzen stelde hij τ_{ps} gelijk aan nul. Een verantwoording voor deze veronderstelling ligt in het feit dat dividenden niet uitgekeerd moeten worden doch in de onderneming gereserveerd kunnen blijven, tot de dood van de eigenaar. Wanneer $\tau_{ps} = 0$ dan zal in een evenwichtssituatie τ_c moeten gelijk zijn aan τ_{pb}. Dit evenwicht wordt bereikt wanneer vraag en aanbod aan mekaar gelijk zijn. Aan aanbodszijde veronderstelt men een perfect elastische aanbodscurve met een interestvoet die constant is voor alle ondernemingen en die bestaat uit een belastingvrije interestvoet (r_o), verhoogd met de vennootschapsbelastingvoet ($= r_o/(1 - \tau_c)$).

Aan de vraagzijde bestaat er een verschillend "investeerderscliënteel". Sommige investeerders, zoals bijvoorbeeld non-profit organisaties betalen geen of weinig belastingen. Andere investeerders zijn aan progressief stijgende belastingvoeten onderworpen. Het bestaan van dit verschillend investeerderscliënteel bezorgt de vraagcurve een opwaarts stijgende vorm. De vereiste interestvoet op obligaties is gelijk aan de belastingvrije interestvoet, verhoogd met de marginale belastingvoet die kan verschillen voor iedere investeerder ($= r_o / (1 - \tau_{pb})$). Omdat de belastingen progressief zijn zal de gevraagde interestvoet in stijgende lijn moeten gaan om investeerders met hogere marginale belastingvoeten aan te trekken. Het marktevenwicht wordt bereikt in het punt waar $r_o / (1 - \tau_c)$ gelijk is aan $r_o / (1 - \tau_{pb})$. Dit evenwichtspunt geeft de totale hoeveelheid schulden in de economie weer. Er bestaat dus een evenwichtsverhouding tussen eigen vermogen en schulden voor een sector in het geheel. Doch er bestaat geen optimale schuldratio voor een individuele onderneming. Met deze conclusies keert Miller terug naar de irrelevantiestelling van het oorspronkelijke MM-model waarin gesteld werd dat de keuze van de kapitaalstructuur geen effect heeft op de waarde van de onderneming of op de kapitaalkost.

De Angelo en Masulis (1980) breidden het Miller model uit met een analyse van de invloed van andere belastingschilden buiten de interestkosten zoals afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen. Het opnemen van deze alternatieve belastingschilden in de analyse heeft een invloed op de vorm van de aanbodscurve. Wanneer deze alternatieve belastingvoordelen toenemen dan kan een situatie voorkomen waarin de winsten onvoldoende zijn om het voordeel van interesten (belastingaftrek) volledig te kunnen gebruiken. Naarmate een onderneming meer en meer met schulden financiert, zal de kans op een negatief resultaat toenemen zodat de verwachte marginale waarde van het belastingschild verbonden aan de interesten daalt en zelfs negatief kan worden. De waarde van het belastingschild vóór interestkosten verschilt bijgevolg van onderneming tot onderneming. De aanbodscurve zal niet meer perfect elastisch zijn zoals in het Miller-model maar een neerwaarts dalende vorm aannemen. Dit impliceert dat ondernemingen met hogere belastingvoeten dan de marginale onderneming een positief voordeel halen uit schuldfinanciering. Hierdoor bestaat er voor iedere onderneming een unieke interne optimale verhouding

tussen schulden en eigen vermogen. Uit het model van De Angelo en Masulis kan de hypothese afgeleid worden dat ondernemingen een schuldniveau zullen selecteren dat negatief gerelateerd is met het niveau van de beschikbare alternatieve belastingschilden.

2.5 Faillissementskosten als nadeel van schuldfinanciering.

In de zoektocht naar mogelijke imperfecties van de kapitaalmarkt die een optimale kapitaalstructuur kunnen verklaren introduceerden Robichek en Myers (1966) en Baxter (1967) als eersten de faillissementskosten in de kapitaalstructuurtheorie. Volgens deze auteurs hebben de faillissementskosten een voldoende omvang om een geheel of gedeeltelijk tegengewicht te vormen voor het belastingvoordeel van schuldfinanciering. Later werden door Kraus en Litzenberger (1973), Scott (1976) en Kim (1978) formele mathematische modellen uitgewerkt waarin de faillissementskosten als belangrijkste determinant naar voor komen ter verklaring van een optimale kapitaalstructuur.

Het faillissement kan gedefinieerd worden als de transfer van de eigendomsrechten op de onderneming van de aandeelhouders naar de crediteuren (Barnea, Haugen en Senbet, 1981). Deze transfer gebeurt meestal door middel van een formele faillissementsprocedure die kosten met zich meebrengt. De kosten verbonden aan een faillissement kunnen we opsplitsen in twee soorten : de indirecte en directe kosten. Onder directe faillissementskosten worden o.a. verstaan : de juridische en administratieve kosten en de opzegvergoedingen. Een voorbeeld van indirecte faillissementskosten wordt gegeven door Scott (1976) die meent dat de imperfectie van de tweedehandsmarkt een belangrijk deel van de faillissementskosten uitmaakt. Onder imperfectie van de tweedehandsmarkt wordt verstaan de liquidatie van de activa beneden de reële economische waarde. Faillissementskosten kunnen beschouwd worden als ex-post kosten. Daarnaast bestaan er ook nog ex-ante kosten, nl. de kosten verbonden aan insolventie[4]. Insolventie gaat het faillissement vooraf doch hoeft niet noodzakelijk uit te monden in een formeel faillissement. Een al dan niet formele reorganisatie kan in bepaalde gevallen een oplossing bieden voor de staat van insolventie waarin de onderneming zich bevindt.

De kosten verbonden aan insolventie bestaan vooral uit kosten veroorzaakt door belangenpartijen zoals klanten, leveranciers en werknemers. Wanneer een onderneming insolvent wordt, zullen de klanten naar de concurrentie overstappen uit vrees de service na verkoop te verliezen. Bovendien zullen werknemers in

[4] Insolventie kan volgens Boot en Wijn (1991) gedefinieerd worden als de toestand waarin de onderneming niet kan voldoen aan haar direct opeisbare financiële verplichtingen. Deze auteurs stellen evenwel dat deze definitie onvolledig is en soms tot verkeerde conclusies kan leiden. Ze stellen een alternatieve definitie voor waar het al of niet toegang hebben tot de kapitaalmarkt centraal staat.

sleutelposities sneller geneigd zijn de onderneming te verlaten. Met faillissementskosten worden verder de som van de directe en indirecte kosten van insolventie en faillissement bedoeld.

Ondernemingen die niet met schulden financieren zullen geen verwachte faillissementskosten hebben. Als de onderneming met schulden financiert dan zullen de verwachte faillissementskosten toenemen omdat de kans op een faillissement toeneemt (de onderneming heeft er zich immers toe verbonden de schulden, vermeerderd met de interesten terug te betalen, ongeacht mogelijke problemen die zich zouden voordoen). Deze kosten blijven stijgen bij een toenemende schuldfinanciering totdat ze op zeker moment groter worden dan de toename in het belastingvoordeel. Er bestaat dan een optimale kapitaalstructuur waar de marginale faillissementskosten gelijk zijn aan de marginale belastingvoordelen van schuldfinanciering.

Een belangrijk discussiepunt in de literatuur is de relevantie van de faillissementskosten. Enkel wanneer de faillissementskosten voldoende significant zijn, kan de verwachte waarde van deze kosten een tegengewicht vormen voor het belastingvoordeel van toenemende schuldfinanciering om zo een optimale kapitaalstructuur tot stand te brengen. Enkele studies hebben het relatieve belang van deze kosten trachten te meten. Een eerste poging werd ondernomen door Warner (1977) die een onderzoek uitvoerde naar de directe faillissementskosten van 11 spoorwegmaatschappijen die failliet gingen in de periode 1933-1955. Uit zijn onderzoek bleek dat de gemiddelde directe faillissementskosten schommelden van 1 % van de marktwaarde van de onderneming zeven jaar voordat de vereffeningsprocedure startte en steeg tot 5,3 % van de marktwaarde juist voor de start van de vereffening. Voor het nemen van kapitaalstructuurbeslissingen zijn niet de directe faillissementskosten op zich belangrijk doch wel de *verwachte* faillissementskosten. Alhoewel Warner geen gegevens beschikbaar had over de ex-ante faillissementskans, maakt hij toch een schatting van de verwachte faillissementskosten. Hij vond dat deze kosten niet klein genoeg waren om helemaal genegeerd te worden bij het nemen van kapitaalstructuurbeslissingen. Maar hij was tevens van mening dat deze kosten ongetwijfeld lager waren dan de belastingvoordelen van schuldfinanciering in een Modigliani-Miller wereld met vennootschapsbelastingen.

Een tweede belangrijke vaststelling uit zijn studie is het feit dat er schaaleffecten blijken te bestaan met betrekking tot de faillissementskosten. De directe faillissementskosten blijken een concave functie te zijn van de marktwaarde van de onderneming waarbij de verhouding directe faillissementskosten/marktwaarde van de onderneming 9,1 % bedroeg voor de kleinste onderneming in de steekproef en 1,7 % voor de grootste. Ang, Chua en McConnell (1982) bevestigden in een vergelijkbaar onderzoek op een steekproef van 85 bedrijven uit verschillende sectoren de concave relatie tussen de administratieve faillissementskosten en de liquidatiewaarde van een onderneming. De gemiddelde administratieve faillissementskosten bedroegen 7,5 % van de liquidatiewaarde van de onderneming waarmee ze het minieme belang van deze

kosten voor de kapitaalstructuurbeslissing nogmaals bevestigden.

De grootste kritiek op deze studies is het feit dat ze geen rekening houden met de indirecte faillissementskosten en de verwachte kans op deze kosten. Deze leemte in het empirisch onderzoek is logisch omdat indirecte faillissementskosten opportuniteitskosten zijn en bijgevolg moeilijk te meten. Altman (1984) trachtte deze leemte op te vullen door zijn onderzoek toe te spitsen op drie elementen, namelijk de directe faillissementskosten, de indirecte faillissementskosten en de faillissementskans van zowel bedrijven in de kleinhandel als industriële bedrijven. Voor de berekening van de indirecte faillissementskosten baseerde Altman zich op de gemiste verkopen en winsten. Hij ontwikkelde een methode waarbij hij de verwachte opbrengst voor de periode van het faillissement tot 3 jaar voor het faillissement schatte en vergeleek met de werkelijke opbrengst om zo de waarde van de indirecte faillissementskosten te bepalen. Hij vond dat de gemiddelde indirecte faillissementskosten 8,1 % bedroegen van de marktwaarde drie jaar voor het faillissement en 10,5 % in het jaar van het faillissement. De totale gemiddelde faillissementskosten als percentage van de marktwaarde waren respectievelijk 12,4 % en 16,7 %.

In een tweede berekeningsmethode gebruikte Altman de verwachtingen van experts omtrent de winsten in de jaren die het faillissement vooraf gingen, om ze vervolgens te vergelijken met de werkelijke resultaten. Deze methode leverde nog significantere resultaten op dan het regressiemodel. De gemiddelde relatieve indirecte faillissementskosten waren zelfs 17,7 % onmiddellijk voor het faillissement. Altman mat de invloed van de faillissementskosten op de kapitaalstructuur door de verwachte waarde van de faillissementskosten te vergelijken met de verwachte waarde van de belastingvoordelen verbonden aan schuldfinanciering. De faillissementskans werd gemeten door een falingspredictiemodel (Zeta model). De huidige waarde van de verwachte faillissementskosten bleek voor de meeste ondernemingen uit de steekproef groter te zijn dan de huidige waarde van het belastingvoordeel van schuldfinanciering. Hieruit concludeerde Altman dat deze ondernemingen te veel schulden hadden aangegaan wat er volgens hem op wijst dat de faillissementskosten wel degelijk een belangrijke factor zijn in de bepaling van de optimale kapitaalstructuur.

De relevantie van de faillissementskosten werd niet alleen in vraag gesteld op basis van empirische gronden maar ook op basis van theoretische argumenten. Zo argumenteren Haugen en Senbet (1978) dat de faillissementskosten niet verward mogen worden met de kosten verbonden aan liquidatie. Het faillissement en de liquidatie zijn volgens hen twee geheel onafhankelijke gebeurtenissen. Een faillissement komt voor wanneer aan de vaste betalingsverplichtingen van de crediteuren niet kan voldaan worden. Hieruit volgt een transfer van de eigendomsrechten op de onderneming van de aandeelhouders naar de crediteuren. Haugen en Senbet argumenteren dat als men rationeel handelt, de totale verwachte waarde van de directe

en indirecte faillissementskosten beperkt moet worden tot het minste van de verwachte faillissementskosten en de verwachte kost om de volledige transfer van de eigendomsrechten te vermijden. Deze laatste categorie kosten bestaat uit de transactiekosten die verbonden zijn aan een informele reorganisatie van de kapitaalstructuur. Deze reorganisatie van de kapitaalstructuur bestaat uit de uitgifte van nieuwe aandelen waarna met de opbrengsten de schulden worden afgelost. Op deze manier blijft de rijkdom van de oude aandeelhouders onaangeroerd. De enige kosten verbonden aan deze reorganisatie zijn de transactiekosten bij de uitgifte van de aandelen en de terugkoop van de schulden. Het is daarom in het voordeel van alle belangenpartijen om de kapitaalstructuur op deze manier te reorganiseren en de directe en indirecte faillissementskosten van een formele reorganisatieprocedure te vermijden.

Verder beweren Haugen en Senbet dat liquidatie een beslissing is uit het domein van de investeringsanalyse. Liquidatie bestaat uit de verkoop van de ontmantelde activa van een onderneming. Een onderneming zal steeds overgaan tot liquidatie wanneer de marktwaarde van de onderneming bij het verderzetten van de ondernemingsactiviteit lager is dan de waarde bij liquidatie. Dit betekent dat ook een onderneming die niet failliet is, zal liquideren als aan de hierboven beschreven voorwaarde voldaan is. Uit hun analyse volgt logischer wijze dat bij rationeel gedrag en afwezigheid van systematische fouten in prijszetting door de kapitaalmarkt, de liquidatiebeslissing onafhankelijk kan beschouwd worden van de toestand van de onderneming (failliet of niet) of van de aard van de kapitaalstructuur. Hieruit volgt dat verwachte faillissementskosten geen invloed hebben op de schuldgraad omdat een faillissement en de daaraan verbonden kosten kunnen vermeden worden door een informele reorganisatie. Met deze analyse bekritiseerden Haugen en Senbet het uitgangspunt van de theoretische modellen die de faillissementskosten als de belangrijkste determinant van de kapitaalstructuur beschouwen namelijk dat een failliete onderneming automatisch overgaat tot liquidatie. Hun analyse toonde aan dat dit niet noodzakelijk hoeft te zijn.

In hun analyse maken Haugen en Senbet evenwel een aantal irrealistische veronderstellingen. Zo gaan ze er vanuit dat er slechts twee belangenpartijen zijn in de onderneming namelijk aandeelhouders en crediteuren. Ze houden geen rekening met eventuele andere belangenpartijen zoals de leveranciers, werknemers of klanten, die kosten dragen wanneer de onderneming liquideert. Titman (1984) onderzocht specifiek de relatie tussen een onderneming (als agent) en de klanten (als principaal). Wanneer een klant een product koopt dan reflecteert de prijs van het product ook de service na verkoop. Bij een eventuele liquidatie van de onderneming valt de service na verkoop weg. De onderneming zal indirect deze kosten dragen in de vorm van lagere prijzen voor haar producten. Titman argumenteert dat ondernemingen rekening moeten houden met deze kost in hun liquidatiebeslissing. De liquidatiepolitiek is slechts optimaal wanneer de marktwaarde van de onderneming bij het verderzetten van de activiteiten lager is dan de waarde bij

liquidatie, verminderd met de kosten van de klanten ten gevolge van de liquidatie (bv. kosten ten gevolge van de vermindering van service). Om de klanten te overtuigen dat enkel zal geliquideerd worden wanneer voldaan is aan de optimale liquidatiepolitiek, moeten er kostelijke contracten worden afgesloten. Volgens Titman kunnen in sommige gevallen indirecte methoden gebruikt worden die aangeven dat de optimale liquidatiepolitiek zal gevolgd worden. Zo kan de kapitaalstructuur gebruikt worden om de aandeelhouders naar een optimale liquidatiepolitiek te leiden. Een aangepaste selectie van de kapitaalstructuur verzekert dat de aandeelhouders de activiteiten van de onderneming willen verderzetten zolang de onderneming niet failliet is, en dat wanneer de onderneming failliet is, en ze gecontroleerd wordt door de schuldeisers, ze enkel tot liquidatie overgaat wanneer deze in overeenstemming is met de optimale liquidatiepolitiek, d.w.z. wanneer de netto-opbrengsten van liquidatie groter zijn dan de kosten voor de klanten. Volgens deze theorie zullen ondernemingen die hoge kosten veroorzaken voor hun klanten en handelspartners, wanneer ze overgaan tot liquidatie, (bijvoorbeeld productiebedrijven van auto's en computers), relatief weinig financieren met vreemd vermogen. Daarentegen zullen ondernemingen die weinig kosten veroorzaken voor hun klanten en handelspartners in geval van liquidatie (bijvoorbeeld hotels), relatief meer met vreemd vermogen financieren.

Een soortgelijk effect werd gevonden door Maksimovics en Titman (1991) voor ondernemingen die de reputatie hebben (en willen behouden) als producent van goederen met een hoge kwaliteit. Ze tonen in hun model aan dat in bepaalde situaties schulden de mogelijkheid reduceren om op een geloofwaardige manier producten van hoge kwaliteit aan te bieden. Zo zal een onderneming in financiële moeilijkheden de intentie hebben haar kosten te drukken door de kwaliteit van haar producten te verminderen. Op korte termijn kan het faillissement dan vermeden worden. Soms kan zelfs de verwachting van toekomstige financiële moeilijkheden ertoe leiden dat ondernemingen producten van lagere kwaliteit zullen produceren. Rationele consumenten zullen op dit gedrag anticiperen door een lagere prijs te willen betalen. Hieruit volgt dat ondernemingen die een reputatie als producent van kwaliteitsproducten willen hooghouden, minder met schulden zullen financieren om zo de kans op financiële moeilijkheden zo laag mogelijk te houden.

In welke mate spelen deze faillissementskosten nu een rol bij de financieringsbeslissingen van kleine ondernemingen?

Volgens Ang (1991) kunnen verschillende specifieke kenmerken van de kleine onderneming een invloed hebben op de faillissementskosten. Zo kan de kans op een faillissement stijgen wanneer het management-team onvolledig is, er slechts in beperkte mate alternatieve financieringsbronnen voorhanden zijn, agent-schapsconflicten en opvolgingsproblemen voorkomen en de ondernemer bereid is meer risico te nemen.

Daarnaast kan door een gebrek aan een effectieve beperkte aansprakelijkheid een transfer plaatsvinden van de faillissementskosten op ondernemingsniveau naar de persoonlijke levenssfeer van de ondernemer. Dit kan een effect hebben op de faillissementskans in die zin dat ze afhangt van de bereidheid van de ondernemer om het risico te nemen om persoonlijk failliet te gaan.

McConnell en Pettit (1984) stellen dat de faillissementskosten uit een vaste component bestaan die afhangt van de grootte van de onderneming en een variabele component die varieert met de grootte van de onderneming. De vaste kostencomponent zou volgens McConnell en Pettit zwaarder doorwegen. Bovendien is de faillissementskans bij kleine ondernemingen groter. Daarom zouden de marginale faillissementskosten volgens hen sneller stijgen voor kleine ondernemingen dan voor grote ondernemingen. Dat een dergelijk schaaleffect ook echt zou bestaan werd reeds bewezen voor een steekproef van grote ondernemingen door Ang, Chua en McConnell (1982). Recentelijk werd door Campbell (1997) aangetoond dat de directe administratiekosten voor kleine private ondernemingen eveneens schaaleffecten zouden vertonen. Deze directe faillissementskosten zouden volgens Campbell proportioneel hoger zijn voor kleinere ondernemingen. Bovendien stelde Campbell voor de ondernemingen in zijn steekproef vast dat de gemiddelde administratiekosten voor een reorganisatie 8,5% bedroegen van de totale boekwaarde van de onderneming. Gedurende de reorganisatieprocedure verloren deze ondernemingen zelfs gemiddeld 30% van hun boekwaarde.

De directe administratiekosten van een reorganisatie kunnen dus behoorlijk oplopen voor een kleine onderneming. Kan het argument van een informele reorganisatie (Haugen en Senbet, 1978) hier dan misschien een oplossing bieden? Volgens McConnell en Pettit (1984) is het antwoord op deze vraag ontkennend omdat een informele reorganisatie voor kleine ondernemingen moeilijker en duurder is dan voor grote ondernemingen. Ze stellen bovendien vast dat relatief gezien meer kleine ondernemingen een beroep doen op een formele procedure dan grote ondernemingen.

De resultaten van deze studies suggereren dat kleinere ondernemingen minder gebruik zullen maken van schuldfinanciering omdat de verwachte faillissementskosten hoger zijn en bovendien kunnen bestaan uit elementen uit de persoonlijke levenssfeer van de ondernemer. De faillissementskosten blijken aanzienlijke proporties te kunnen aannemen zodat kleine ondernemingen best rekening zouden houden met deze kosten. Doch hiermee is nog altijd niet aangetoond dat een ondernemer ook effectief rekening houdt met de verwachte faillissementskosten wanneer hij financieringsbeslissingen neemt. Zowel voor grote ondernemingen (Pinegar en Wilbrecht, 1989) als voor kleine ondernemingen (Norton, 1991b) worden immers weinig of geen indicaties gevonden dat factoren die betrekking hebben op faillissementskosten een rol spelen bij de financieringspolitiek.

2.6 Agentschapskosten en de optimale kapitaalstructuur.

De resultaten van empirisch studies en het feit dat in de V.S. vóór het bestaan van vennootschapsbelastingen reeds met schulden werd gefinancierd duidde erop dat interest gebonden belastingsschilden en faillissementskosten niet de enige verklaring konden zijn voor een optimale kapitaalstructuur (Copeland en Weston, 1988). Jensen en Meckling (1976) waren de eersten die agentschapskosten introduceerden in de theorie van de optimale kapitaalstructuur. Hun uitgangspunt was de idee dat een onderneming een juridische fictie is die dient als een knooppunt voor een aantal contractuele relaties (agentschapsrelaties) tussen individuen. Een agentschapsrelatie kan volgens hen gedefinieerd worden als een contract tussen twee partijen, waarbij één partij, de agent, handelt in opdracht van een andere partij, de principaal. Wanneer ervan uitgegaan wordt dat beide partijen hun eigen nut trachten te maximaliseren dan bestaat de kans dat de agent niet altijd zal handelen in het belang van de principaal. De principaal zal dit trachten te voorkomen door controlerende maatregelen te nemen die de naleving van de clausules van het contract moeten verzekeren. Hiervoor moet hij kosten maken die worden aangeduid met de term "monitoring costs"[5]. In sommige gevallen kan het voordeliger zijn voor de agent om zelf initiatieven tot controle te nemen. De kosten die hij hiervoor maakt worden "bonding costs" genoemd.

Jensen en Meckling definiëren daarom de agentschapskosten als de som van de controlekosten die gemaakt worden door de principaal ("monitoring costs"), de controlekosten gemaakt door de agent ("bonding costs") en het residuële verlies. Dit residuële verlies is het verschil tussen de maximale welvaart van de principaal en de werkelijke welvaart, gegeven optimale controleactiviteiten van agent en principaal. Het residuele verlies kan beschouwd worden als het verschil tussen de allerbeste ("first best") oplossing en de naastbeste ("second best") oplossing. Het verschil tussen deze twee oplossingen ligt in het feit dat in de naastbeste oplossing de principaal niet meer perfect geïnformeerd is over het inspanningsniveau van de agent.

Agentschapsproblemen in de bedrijfsfinanciering zijn het gevolg van drie soorten belangenconflicten. De eerste twee belangentegenstellingen zijn die tussen de aandeelhouders en respectievelijk de crediteuren en het management en kunnen beschouwd worden als moreel risico agentschapsproblemen ("Moral hazard"). Moreel risico ontstaat wanneer de handeling gesteld door de agent niet waarneembaar is door de principaal. De agent kan ongemerkt handelingen stellen in zijn voordeel en in het nadeel van de principaal. Moreel risico wordt in de literatuur vaak gelijkgesteld aan verborgen actie ("hidden action") en is een ex-

[5] Jensen en Meckling verstaan onder "monitoring costs" niet enkel de kosten verbonden aan het meten en observeren van het gedrag van de agent maar ook budgetbeperkingen, beloningsschema's en algemene procedureregels.

post agentschapsprobleem dat zich voordoet na het afsluiten van het contract. Naast het moreel risico bestaat er ook een ex-ante agentschapsprobleem namelijk averechtse selectie ("Adverse selection"), vaak gelijkgesteld aan verborgen informatie ("hidden information"). Averechtse selectie ontstaat wanneer de agent meer informatie heeft dan de principaal vóór het afsluiten van het contract. De derde categorie belangenconflicten in de bedrijfsfinanciering ontstaat uit de verschillende graad van informatie die beschikbaar is voor iedere partij ("asymmetrische informatie") en kan als een averechts selectieprobleem beschouwd worden.

De drie categorieën belangenconflicten worden verder in deze paragraaf toegelicht waarbij de aandacht vooral zal toegespitst worden naar de agentschapskosten die ze meebrengen en hoe deze kosten een invloed hebben op de optimale kapitaalstructuur.

(a) Agentschapskosten verbonden aan extern eigen vermogen.

Jensen en Meckling (1976) analyseren deze kosten door het gedrag van de manager in een situatie, wanneer hij 100% van de aandelen bezit, te vergelijken met een situatie wanneer hij een deel van zijn aandelen verkoopt aan externen. Veronderstel een situatie waarin de eigenaar-manager 100% van de aandelen bezit. De eigenaar-manager zal steeds beslissingen nemen waarmee hij zijn nut maximaliseert. Hij heeft de controle over het loon dat hij zichzelf uitbetaalt, de waarde van de onderneming en de consumptie op het werk zoals de inrichting van het kantoor of een statusmerk als bedrijfswagen. Wanneer de eigenaar-manager nu buitenissig consumeert op het werk dan draait hij zelf op voor het feit dat hij daardoor de waarde van de aandelen niet maximaliseert. Meer consumptie op het werk betekent immers minder bedrijfswinst. De hoogte van de consumptie op het werk wordt daarom bepaald door het punt waar het marginale nut van één bijkomende frank consumptie gelijk is aan het marginale nut van één bijkomende frank koopkracht na belastingen (=persoonlijke welvaart). Wanneer de eigenaar-manager een deel van zijn aandelen verkoopt aan externe partijen dan zal hij voor zijn consumptie op het werk slechts zijn proportioneel deel dragen in de totale waardevermindering van de ondernemingsaandelen. De eigenaar-manager zal dan meer consumeren omdat deze extra consumptie gedeeltelijk gedragen wordt door de nieuwe aandeelhouders. Hij zal blijven consumeren totdat het marginale nut van één bijkomende frank consumptie gelijk is aan het marginale nut van α x één bijkomende frank koopkracht waarbij α het procentueel aandeel van de eigenaar-manager is in het totaal van de aandelen. In een rationele kapitaalmarkt zullen de aandeelhouders op het gedrag van de eigenaar-manager anticiperen door een lagere prijs te willen betalen voor de aandelen. Volgens Jensen en Meckling zal een externe aandeelhouder slechts (1 - α)% (= zijn aandeel in het totaal van de aandelen) willen betalen van de waarde die hij verwacht dat de onderneming zal hebben, gegeven de verwachte verandering in het gedrag van de eigenaar-manager. Dit

betekent dat de totale waardedaling van de onderneming (het residuele verlies) gedragen wordt door de eigenaar-manager. Dit welvaartsverlies of residuele verlies is de agentschapskost verbonden aan financiering met extern eigen vermogen. Wanneer de externe aandeelhouders de mogelijkheid hebben om controlemechanismen op te leggen dan zal de eigenaar-manager hiermee akkoord gaan omdat de waarde van de onderneming en tegelijkertijd zijn welvaart hierdoor zullen stijgen. De toename van zijn welvaart ten gevolge van de waardestijging van de onderneming wordt evenwel verminderd door de consumptie op het werk die zal afnemen door de ingevoerde controlemechanismen. Het totale effect op de welvaart van de eigenaar-manager zal steeds positief zijn.

Naast de controlemechanismen opgelegd door de externe aandeelhouders kan de eigenaar-manager zelf beslissen uitgaven te doen om zijn handelingen te beperken ("bonding costs"). De eigenaar-manager zal het zinvol vinden deze kosten te maken zolang de toename in welvaart die hieruit voortvloeit groter is dan het verlies in welvaart door de verminderde consumptie op het werk. Jensen en Meckling besluiten dan ook dat de eigenaar-manager bereid zal zijn zelf controlekosten te maken en zich te laten controleren voor zover de marginale voordelen groter zijn dan de marginale kosten.

Een belangenconflict tussen aandeelhouders en managers kan volgens Jensen (1986) ook veroorzaakt worden door een teveel aan vrije cash flow. Vrije cash flow wordt door Jensen gedefinieerd als de vrije middelen die overblijven nadat alle projecten met een positieve netto contante waarde zijn gefinancierd. In een onderneming met een grote vrije cash flow ontstaat dit belangenconflict doordat het management vele middelen in handen krijgt die ze vrij kunnen besteden aan onrendabele projecten (=overinvestering) of voor hun persoonlijke welvaart. Jensen zoekt in zijn paper naar mogelijkheden om de agentschapskosten, voortvloeiende uit dit conflict te reduceren. Hierbij bestudeert hij de controlerende rol die schulden kunnen spelen in de reductie van dit agentschapsprobleem. Schulden brengen vaste kapitaals- en interestaflossingen met zich mee zodat het management minder vrije middelen ter beschikking heeft. Het management zal dan handelen overeenkomstig de wensen van de aandeelhouders omdat ze het risico niet willen lopen door een te hoge persoonlijke consumptie de vaste afbetalingen niet meer te kunnen aflossen en hierdoor de onderneming failliet te laten gaan.

De voorkeurpolitiek van het management zal volgens Stulz (1990) niet enkel leiden tot een overinvesteringsprobleem doch ook tot een onderinvesteringsprobleem. Stulz gaat er in zijn model expliciet vanuit dat het management nut haalt uit het aangaan van investeringsprojecten, zelfs indien het projecten met een negatieve netto contante waarde betreft. Informatie-asymmetrie tussen het management en de aandeelhouders zal dan leiden tot niet-efficiënte investeringen wanneer de onderneming een lage cash flow heeft en het management de aandeelhouders niet op een geloofwaardige manier kan overtuigen dat de cash flow

onvoldoende is om alle projecten met een positieve NCW te financieren. Volgens Stulz leidt de voorkeurpolitiek van het management daarom tot twee agentschapskosten : een overinvesteringskost die ontstaat wanneer het management te veel investeert omwille van een hoge vrije cash flow (zoals beschreven door Jensen, 1986) en een onderinvesteringskost die het gevolg is van een gebrek aan geloofwaardigheid wanneer het management aangeeft dat niet alle projecten met een positieve NCW kunnen gefinancierd worden met interne middelen. De financieringspolitiek kan deze twee agentschapskosten verminderen doch niet tegelijkertijd. Wanneer meer met schulden wordt gefinancierd zal de overinvesteringskost verminderd worden, de onderinvesteringskost daarentegen zal toenemen. Financiering met eigen vermogen zal net het omgekeerde effect teweegbrengen. Omdat schulden en eigen vermogen telkens één agentschapskost doen dalen en een ander laten stijgen, bestaat er volgens Stulz een optimaal punt waarop de waarde van de onderneming gemaximaliseerd wordt.

De afweging tussen over- en onderinvestering wordt door Hart en Moore (1995) gebruikt om de optimale schuldratio en de optimale mix tussen de verschillende soorten schulden te bepalen. Hiermee gaan ze verder dan de meeste andere studies die de optimale kapitaalstructuur bepalen in de veronderstelling dat er enkel standaardschulden en eigen vermogen bestaan.

Net zoals Stulz (1990) gaan Hart en Moore (1995) er vanuit dat managers er altijd naar zullen streven nieuwe projecten uit te voeren, zelfs al hebben ze een negatieve NCW. Onder de veronderstelling dat de going-concern waarde hoger is dan de liquidatiewaarde én de opbrengsten van de onderneming onvoldoende zijn om de investering volledig te financieren, tonen Hart en Moore aan dat het optimale niveau van de kortetermijnschulden gelijk is aan nul. Dit uitgangspunt stelde hen in staat specifiek de controlerende rol van langetermijnschulden te bestuderen. Hart en Moore tonen aan dat er een optimale niveau aan langetermijnschulden bestaat dat bekomen wordt door de voor- en nadelen van een grote hoeveelheid langetermijnschulden tegen elkaar af te wegen. Het voordeel van langetermijnschulden ligt in het feit dat er een hypotheek wordt gelegd op de opbrengsten van de huidige activa ("assets in place") zodat ze het management ervan weerhouden slechte projecten te financieren. De kosten van langetermijnschulden zijn de volgende : wanneer nieuwe schulden achtergesteld zijn aan de oude dan kunnen goede projecten niet worden uitgevoerd wanneer de opbrengsten van de bestaande activa reeds volledig in beslag worden genomen. Dit onderscheid tussen huidige activa en nieuwe investeringen laat Hart en Moore toe om tot een dubbele relatie tussen winstgevendheid en schuldgraad te komen : (1) zoveel te hoger de gemiddelde winstgevendheid van een nieuw investeringsproject, zoveel te lager is het niveau van de langetermijnschulden en, (2) zoveel te hoger de gemiddelde winstgevendheid van de huidige activa, zoveel te hoger is het niveau van de langetermijnschulden.

De controlerende rol van schulden werd eveneens bestudeerd door Harris en Raviv (1990). Harris en Raviv vertrekken van de veronderstelling dat managers onder geen enkele omstandigheid de onderneming willen liquideren. Daarom zullen ze vermijden gedetailleerde informatie te geven aan de investeerders die kan leiden tot de liquidatie van de onderneming. De investeerders daarentegen willen juist informatie over de onderneming om een beslissing te kunnen nemen omtrent het al of niet verderzetten van de activiteiten van de onderneming. Om deze informatie te verkrijgen maken de investeerders gebruik van schulden. Schulden geven de investeerders de mogelijkheid om de onderneming te liquideren in bepaalde gevallen wat de managers ertoe zal aanzetten de belangen van de investeerders te dienen. De investeerders verkrijgen dan informatie vanuit de mogelijkheid van de onderneming om de schulden terug te betalen en vanuit een niet kosteloos onderzoek in het geval van financiële moeilijkheden. De optimale kapitaalstructuur wordt dan gevonden door de informatiewaarde van schulden en de mogelijkheden om het management te controleren af te wegen tegenover de mogelijke kosten verbonden aan financiële problemen.

Een belangrijk probleem van deze agentschapskostentheorieën is het feit dat de disciplineerder ex-ante aanwezig is en ex-post afwezig. Schuldfinanciering is in een dergelijke situatie bruikbaar omdat deze financieringsbron ex-ante de beslissingen van het management kan beperken. Deze opvatting over schuldfinanciering werd in vraag gesteld door Zwiebel (1996) omdat ze niet overeenkomt met datgene wat waargenomen wordt in het domein van de managementsbeslissingen. Managers blijken in normale omstandigheden kapitaalstructuurbeslissingen te nemen zonder de aanwezigheid van een externe dreiging. Doch Zwiebel toont aan dat er voor schuldfinanciering wel een disciplinerende rol kan weggelegd zijn, indien het management *zelf* deze financieringsvorm als disciplineerder kiest.

In zijn model halen managers nut uit het behouden van de controle over de onderneming en het ondernemen van nieuwe projecten. Wanneer er geen goede projecten meer voorhanden zijn kunnen de managers eventueel slechte projecten kiezen. Doch bij onvoldoende efficiëntie (bijvoorbeeld wanneer vele slechte projecten uitgevoerd worden) wordt de onderneming bedreigd door een overname. Zwiebel toont aan dat deze overnamedreiging alleen niet voldoende is om managers ervan te weerhouden inefficiënte investeringen te kiezen. Schulden kunnen dit wel. Via schuldfinanciering kunnen managers aantonen dat ze de opbouw van een persoonlijke machtspositie beperken terwijl dat anders zou leiden tot een overname. Dit wordt bereikt via de dreiging van een faillissement met verlies van controle. Wanneer zwakke projecten worden gekozen stijgt immers de kans op een faillissement.

Het model van Zwiebel levert een aantal voorspellingen op met betrekking tot de kapitaalstructuur. Zo zal een onderneming met betere investeringsopportuniteiten minder schulden aangaan. Hieruit volgt een negatieve relatie tussen winstgevendheid en schuldgraad. Verder verklaart het model ook waarom een

toenemende schuldgraad een verdediging is tegen overnames. Deze conclusies vonden we reeds in andere modellen terug. Een nieuwe interessante conclusie is het feit dat managers in aanvulling van schuldfinanciering *vrijwillig* kiezen om dividenden uit te keren.

(b) Agentschapskosten verbonden aan schuldfinanciering.

Agentschapskosten verbonden aan schuldfinanciering vloeien voort uit de belangentegenstellingen tussen aandeelhouders en crediteuren. Jensen en Meckling analyseerden de agentschapskosten die voortvloeien uit dit belangenconflict. Veronderstel een onderneming die twee verschillende, elkaar uitsluitende investeringsprojecten heeft met dezelfde verwachte opbrengst doch met verschillende varianties in de omzet. Wanneer de eigenaar de mogelijkheid heeft om eerst schulden aan te gaan en pas daarna een beslissing neemt over welk investeringsproject hij zal kiezen, dan kan hij een welvaartstransfer realiseren van de crediteuren naar hemzelf. Dit kan hij door eerst te beloven het project met de laagste variantie te kiezen. Nadat hij de schulden heeft aangegaan kiest hij het project met de hoogste variantie. De crediteuren, die de gevraagde interestvoet baseren op de risicograad van het project met de laagste variantie zullen opdraaien voor deze verschuiving in voorkeur. In het beste geval zullen ze voor beide projecten het ontleende bedrag, vermeerderd met de interesten ontvangen. Wanneer het project met de hoogste variantie goed afloopt zal de eigenaar het meeste voordeel behalen. Wanneer daarentegen het project falikant afloopt zullen de crediteuren de meeste kosten dragen. Deze verandering in beloofde gedrag veroorzaakt een welvaartstransfer van de crediteuren naar de eigenaar. In een rationele kapitaalmarkt zullen de crediteuren trachten te anticiperen op dit mogelijk gedrag door ex-ante een hoger rendement te eisen. Jensen en Meckling bespreken eveneens de mogelijkheid om beperkende maatregelen op te leggen aan de eigenaar. De crediteuren zullen bereid zijn beperkende maatregelen en controlemechanismen op te leggen tot op het punt waarop de marginale kosten gelijk zijn aan de marginale voordelen. De kosten voor deze maatregelen zullen doorgerekend worden in het geëiste rendement. De eigenaar heeft er uiteindelijk alle belang bij om erop toe te zien dat de beschermingsmaatregelen zo goedkoop worden uitgevoerd.

De hierboven beschreven agentschapskosten verbonden aan schulden en extern eigen vermogen worden door Jensen en Meckling gebruikt om de optimale kapitaalstructuur te bepalen. Een onderneming zal zijn toevlucht moeten nemen tot externe financiering wanneer de interne financieringsbronnen niet volstaan om de investeringsprojecten met een positieve netto contante waarde te financieren. De onderneming zal dan moeten afwegen of de opportuniteitskost van het niet uitvoeren van een investeringsproject opweegt tegen de agentschapskosten verbonden aan de externe financieringsbronnen. Agentschapskosten kunnen hierdoor een verklaring bieden voor een optimale kapitaalstructuur, zelfs wanneer er geen belastingvoordeel van schuldfinanciering zou bestaan. Wanneer men beslist met extern vermogen te financieren dan zal

de optimale kapitaalstructuur zich bevinden op het punt waar de totale agentschapskosten van eigen en vreemd vermogen minimaal zijn.

Myers (1977) introduceerde het onderinvesteringsprobleem verbonden aan schuldfinanciering. Volgens Myers zal het bestaan van risicovolle schulden in sommige gevallen leiden tot de niet aanvaarding van investeringsprojecten met een positieve netto contante waarde, die anders een positieve bijdrage konden leveren tot de marktwaarde van de onderneming. Een onderneming zonder schulden zal ieder investeringsproject met een positieve netto contante waarde aanvaarden. Een onderneming die schulden aangaat zal een andere beslissingsregel hanteren voor de aanvaarding van het investeringsproject. Een investeringsproject zal dan verworpen worden als de volledige opbrengsten naar de crediteuren vloeien en de welvaart van de aandeelhouders niet verhoogd wordt. Het aangaan van schulden vermindert de huidige marktwaarde van de onderneming doordat men in de toekomst een aantal waardevolle investeringsprojecten niet zal kunnen aangaan. Door deze schulden zal het management enkel ex-post in het belang van de aandeelhouders handelen wanneer het deze suboptimale investeringspolitiek volgt. Ex-ante betekent dit dat de waarde van de onderneming en de welvaart van de managers verminderen. Deze suboptimale investeringspolitiek is een agentschapskost verbonden aan risicovolle schulden. Een optimale financieringsstrategie bestaat erin om niet met risicovolle schulden te financieren. Myers besluit dan ook dat ondernemingen met waardevolle groei- en investeringsopportuniteiten nooit met risicovolle schulden zullen financieren. Myers' model vertrekt vanuit een wereld zonder belastingen. Wanneer er belastingen zouden zijn dan ontstaat er een afweging tussen de voordelen van schuldfinanciering en de kosten van de suboptimale toekomstige investeringsstrategie.

Er bestaan verschillende manieren om agentschapskosten te vermijden. Zo toont Scott (1977) aan dat preferente schulden[6] de waarde van de onderneming kunnen verhogen. Uit zijn model blijkt dat een onderneming die een optimale politiek volgt zo veel mogelijk preferente schulden zal aangaan. Het verlies van de schuldeisers bij een eventueel faillissement wordt hierdoor beperkt tot het verschil tussen de schulden en de liquidatiewaarde van de in onderpand gegeven vaste activa. Een koppeling van de hoeveelheid schulden aan de liquidatiewaarde van de activa zal volgens Copeland en Weston (1988) de agentschapskosten verbonden aan schuldfinanciering verminderen. De schuldeisers zullen door de grotere zekerheid veel minder controlemechanismen opleggen zodat de "monitoring costs" aanzienlijk zullen dalen.

---

4 Preferente schulden worden door Scott gedefinieerd als schulden die worden beschermd door de in onderpand gegeven materiële vaste activa.

De literatuur die de agentschapsproblemen en mogelijke oplossingen ervan bespreekt vanuit het standpunt van de kleine onderneming is vrij beperkt. Ang (1991) bekijkt de agentschapsproblemen van kleine ondernemingen vanuit hun specifieke kenmerken. Zo is de scheiding tussen controle en eigendom meestal niet verwezenlijkt binnen een kleine onderneming zodat het agentschapsprobleem verbonden met het eigen vermogen quasi onbestaande is. Agentschapsproblemen tussen de eigenaar-manager en andere belangenpartijen daarentegen kunnen serieuzere vormen aannemen.

Volgens Pettit en Singer (1985) zijn het de agentschapskosten verbonden aan schulden die het belangrijkste zijn in kleine ondernemingen. Vooral het feit dat de eigenaar-manager in een kleine onderneming een grotere flexibiliteit heeft om de activa van de onderneming te vervreemden en de belangrijke informatie-asymmetrie tussen de banken en de onderneming liggen hiervan aan de basis. Kleine ondernemingen hebben aldus volgens Pettit en Singer (1985) zowel grotere mogelijkheden én grotere intenties om welvaartstransfers te realiseren van de schuldeisers naar de onderneming. De betere mogelijkheden om een welvaartstransfer uit te voeren hebben tot gevolg dat de controlekosten hoog kunnen oplopen voor een kleine onderneming. Dit is volgens Hand e.a. (1982) de reden waarom kleine ondernemingen bijna uitsluitend een (gedwongen) beroep doen op leveranciers en banken wanneer ze schulden aangaan. Van alle mogelijke verschaffers van vreemd vermogen kunnen de banken en de leveranciers door hun ervaring en de nauwere relatie met de onderneming het best controle uitoefenen over de kleine onderneming.

Agentschapsproblemen brengen agentschapskosten met zich mee. Pettit en Singer (1985) geven een overzicht van de mogelijke directe en indirecte agentschapskosten verbonden aan schuldfinanciering. Onder de directe kosten rekenen zij de hogere interestvoeten als gevolg van de grotere mogelijkheid tot een welvaartstransfer, bijkomende controlekosten en de vaste kostencomponent van het schuldcontract die proportioneel hoger ligt voor kleine ondernemingen. De indirecte kosten hebben betrekking op de beperkende covenanten die opgenomen worden in het schuldcontract om de schuldeisers te beschermen tegen eventuele welvaartstransfers.

Wanneer de kleine onderneming meer mogelijkheden heeft om een welvaartstransfer uit te voeren zullen strengere beperkingen worden opgenomen in het schuldcontract. Deze beperkingen kunnen volgens Pettit en Singer (1985) heel ver gaan. Zo kan een onderneming gedwongen worden inmenging in het management te aanvaarden van de schuldeisers wanneer men niet voldoet aan bepaalde opgelegde normen.

Oplossingen voor agentschapsproblemen zoals diverse controlemechanismen zijn relatief duur voor kleine ondernemingen (Ang, 1991). Daarom dat kleine ondernemingen en hun belangenpartijen zoeken naar andere manieren om de agentschapsproblemen op te lossen. Volgens Pettit en Singer (1985) en Hutchin-

son (1995) kunnen bedrijfsonderpand en een nauwe relatie met de bankier een oplossing bieden. Zo zullen kleine ondernemingen een goede reputatie trachten op te bouwen met de belangenpartijen door hun transacties te beperken tot enkele belangenpartijen (Ang, 1991). Wat betreft onderpand zal vaak een beroep worden gedaan op persoonlijke borgstelling omdat deze vorm van onderpand de ondernemer ervan zal weerhouden niet te handelen overeenkomstig het schuldcontract (Pettit en Singer, 1985). Daarnaast zullen banken geneigd zijn om schuldcontracten met een kortere looptijd te geven. Dit zou volgens Constand e.a. (1991a) verklaren waarom kleine ondernemingen vooral gebruik maken van renouvelerende schuldcontracten, meestal gedekt door onderpand.

Vanuit theoretisch oogpunt lijkt de agentschapskostentheorie goed geschikt te zijn om het financieringsgedrag van kleine ondernemingen te verklaren. Doch hiermee weten we nog niet of kleine ondernemingen er effectief naar streven om de agentschapskosten te minimaliseren wanneer men financieringsbeslissingen neemt. De empirische bevindingen van Norton (1991b) en Landström (1992) ondersteunen het agentschapskostenargument alleszins niet. De banken leggen wel verschillende controlemechanismen (bv. beperkende covenanten, onderpand) op om zichzelf te beschermen, doch de kleine ondernemingen ondernemen niet bewust acties om de agentschapskosten in de mate van het mogelijke te beperken.

(c) Agentschapskosten als gevolg van informatie-asymmetrie.

Asymmetrische informatieproblemen ontstaan wanneer twee partijen verschillende informatie bezitten. Zo heeft het management in het algemeen een beter inzicht in de toestand en de vooruitzichten van de onderneming dan de potentiële investeerders. Akerlof (1970) beschreef als één der eersten de effekten van asymmetrische informatie, toegepast op de markt voor tweedehandswagens. Een verkoper van tweedehandswagens heeft onder normale omstandigheden een betere kennis van de kwaliteit van een wagen dan de koper. De koper weet niet of de wagen van goede of slechte kwaliteit is. Hij zal daarom slechts een prijs willen betalen die overeenkomt met een middelmatige kwaliteit. Dit heeft tot gevolg dat goede wagens ondergewaardeerd worden en bijgevolg niet meer worden aangeboden. Akerlof toont aan dat dit in een continue situatie met producten van verschillende kwaliteitsniveaus kan leiden tot een volledige marktfaling waarbij er geen wagens meer worden aangeboden. Er ontstaat een mechanisme waarbij de zeer goede wagens uit de markt gedreven worden door de goede wagens, de goede wagens worden op hun beurt uit de markt gedreven door de middelmatige wagens, de middelmatige wagens door de slechte wagens totdat er op zeker ogenblik geen markt meer bestaat voor wagens.

Dit agentschapsprobleem ontstaat ook in de financiële markten telkens een onderneming extern vermogen nodig heeft ter financiering van haar projecten. De externe partijen, namelijk de externe aandeelhouders

en de crediteuren kunnen geen onderscheid maken tussen goede en slechte projecten. Bij gebrek aan juiste informatie gaat men ervan uit dat de projecten van gemiddelde kwaliteit zijn. Dit heeft tot gevolg dat bij een uitgifte van aandelen slechts een gemiddeld bedrag wordt bekomen. Aandelen van ondernemingen met relatief goede projecten worden ondergewaardeerd terwijl aandelen van ondernemingen met relatief slechte projecten overgewaardeerd worden. Ondernemingen met projecten van goede kwaliteit worden zo gedwongen om een juiste informatie-overdracht te realiseren ten einde hun projecten te kunnen financieren. Wanneer directe informatie-overdracht niet mogelijk is dan kan de projectkwaliteit naar de buitenwereld gesignaleerd worden door de financiële beslissingen van het management.

Een eerste bijdrage tot de signaleringsliteratuur werd geleverd door Ross (1977). Volgens Ross kunnen veranderingen in de kapitaalstructuur een signaalfunctie hebben daar ze de perceptie van de verwachte cash flows door de markt kunnen veranderen en dus de waarde van de onderneming. De hoeveelheid schulden dient dan als een signaal om weer te geven of de onderneming succesvol is of niet. Managers die meer informatie hebben dan externe partijen zullen steeds een juist en ondubbelzinnig signaal naar de buitenwereld uitzenden als ze daartoe aangezet worden door een specifiek beloningsschema. In het model van Ross hangt de beloning af van de waarde van de onderneming en er is een boete voorzien in het geval de onderneming failliet gaat. Om een signaleringsevenwicht te bereiken moeten er twee voorwaarden vervuld zijn : het signaal moet ondubbelzinnig interpreteerbaar zijn en de managers moeten steeds de intentie hebben om het juiste signaal uit te zenden. Ross gaat ervan uit dat de maximale schuldcapaciteit zonder failliet te gaan lager ligt voor een niet-succesvolle onderneming dan voor een succesvolle onderneming. Een succesvolle onderneming zal dan haar ware aard kunnen tonen door met meer schulden te financieren dan de maximale schuldgraad van een niet-succesvolle onderneming. Een niet-succesvolle onderneming kan dit signaal niet imiteren omdat de kosten hiervoor te hoog zijn. Met de schuldgraad kan dus een ondubbelzinnig interpreteerbaar signaal gegeven worden. De tweede voorwaarde is dat het management steeds de intentie moet hebben om het juiste signaal uit te zenden. Het management van een succesvolle onderneming zal steeds het juiste signaal uitzenden omdat hierdoor een maximale beloning verkregen wordt. Wanneer men een fout signaal (niet-succesvolle onderneming) zou uitzenden dan zou de beloning lager liggen omdat die dan gebaseerd wordt op de gepercipieerde waarde van een niet-succesvolle onderneming (die lager ligt dan die van een succesvolle onderneming). Het management van een niet-succesvolle onderneming daarentegen zal slechts het juiste signaal uitzenden als de boete verbonden aan het faillissement groter is dan de marginale winst van een fout signaal. Als men een dergelijk beloningsschema oplegt zal het management steeds de intentie hebben om het juiste signaal uit te zenden waarmee de tweede voorwaarde van het signaleringsevenwicht vervuld is. Een belangrijke nevenvoorwaarde is dat het management geen financiële instrumenten van de eigen onderneming mag verhandelen omdat zo winsten kunnen gerealiseerd worden door foute signalen uit te zenden.

Een andere belangrijke paper uit de signaleringsliteratuur is die van Leland en Pyle (1977). Deze auteurs concentreren zich op de informatietransfer van de projectkwaliteit door middel van de acties van de ondernemers. Eén zulke actie is de bereidheid van de personen met interne informatie om te investeren in het project of de onderneming. De bereidheid van de eigenaars om te investeren in het eigen project kan dus dienen als een signaal van de projectkwaliteit. Leland en Pyle tonen aan dat de waarde van de onderneming stijgt wanneer het aandeel van de ondernemer(s) in het eigen vermogen toeneemt. Dit kan verklaard worden door het feit dat de ondernemer een "welvaartskost" zal dragen wanneer hij meer in zijn eigen project investeert dan hij zou gedaan hebben wanneer hij kosteloos de kwaliteit van het project zou kunnen meedelen. Deze welvaartskost is het gevolg van een suboptimaal gediversifieerde beleggingsportefeuille van de ondernemer waarin een deel niet-systematisch risico blijft bestaan doordat een groot deel in de eigen onderneming is geïnvesteerd. Ondernemers zullen slechts bereid zijn een groot deel in de eigen onderneming te investeren én de kost hiervan te dragen wanneer de verwachte toekomstige cash flows voldoende groot zijn om de welvaartskost te compenseren. Voor rationele investeerders is dit een signaal dat het investeringsproject goed is. Leland en Pyle tonen op basis van dit gegeven aan dat er een positieve relatie bestaat tussen de relatieve hoeveelheid eigen vermogen die de ondernemer bezit in zijn onderneming en de hoeveelheid schulden van de onderneming.

Myers en Majluf (1984) presenteren een signaleringsmodel waarbij de financierings- en investeringsbeslissing aan elkaar gekoppeld worden. Hun analyse vertoont een sterke gelijkenis met het model van Akerlof (1970) waarin werd aangetoond dat de markt volledig kan falen wanneer de koper de kwaliteit van het product niet kan controleren. Zo bestaat de mogelijkheid dat nieuwe aandelen ondergewaardeerd zijn wanneer er asymmetrische informatie bestaat in de markt. Het verschil met Akerlof is het feit dat de verkoper niet één product doch een partiële vordering op de vervangbare activa ("assets-in-place") en het nieuwe project verhandelt.

Myers en Majluf tonen aan dat als een onderneming een nieuw project wil financieren met nieuw aandelenkapitaal, dit kan leiden tot de verwerping van het investeringsproject omdat de onderwaardering van de nieuwe aandelen groter is dan het netto rendement voor de oude aandeelhouders. Investeerders houden met dit feit rekening zodat ze een beslissing om geen aandelenemissie uit te voeren als positief nieuws zullen interpreteren. Een aandelenemissie daarentegen zal als negatief nieuws geïnterpreteerd worden. Dit onderinvesteringsprobleem kan verminderd worden wanneer de onderneming effekten uitgeeft die in mindere mate ondergewaardeerd zijn door de markt. In eerste instantie komen hier intern gegenereerde fondsen en risicoloze schulden voor in aanmerking, omdat hiervoor geen onderinvesteringsprobleem bestaat, doch ook bij risicovolle schulden is het onderinvesteringsprobleem minder dan met nieuw aandelenkapitaal.

Deze voorkeur in financieringsbronnen wordt door Myers (1984) de pikordetheorie van de financiering genoemd : ondernemingen zullen eerst een beroep doen op intern vermogen, vervolgens op schuldfinanciering en tenslotte op extern eigen vermogen. De pikordetheorie wordt in de volgende paragraaf verder besproken.

Informatieproblemen in kleine ondernemingen zijn volgens Ang (1991) van tweeërlei aard. Ten eerste is er het klassieke informatieprobleem waarbij de ondernemer meer informatie heeft dan de externe belangenpartijen. Dit probleem kan grotere proporties aannemen in een kleine onderneming. Ten tweede is de kwaliteit van de informatie die de kleine onderneming naar buiten brengt van mindere kwaliteit en dikwijls niet aangepast aan de behoeften van de externe belangenpartijen. Bovendien zijn de ondernemers er zich van bewust dat de externe belangenpartijen hun projecties als te optimistisch zullen beschouwen en naar beneden zullen aanpassen. Hierdoor ontstaat een spelsituatie waarin juiste informatie enkel kan onthuld worden, wanneer veronderstellingen en tegenveronderstellingen nauwkeurig tegen elkaar worden afgewogen (Ang, 1991).

Om de informatie-asymmetrie te verminderen kan een onderneming trachten duidelijke signalen uit te zenden over de werkelijke waarde van een project. McMahon e.a. (1993) stellen zich de vraag of de signaleringstheorie enige relevantie heeft voor de kleine onderneming en indien zo, of er redenen zijn om aan te nemen dat de signaleringstheorie op een andere manier van toepassing is op een kleine onderneming. Omwille van de grotere informatie-asymmetrie lijkt het uitzenden van goede signalen belangrijker voor kleine ondernemingen. McMahon e.a. (1993) stellen dat de kosten voor het uitzenden van signalen hoger zijn voor kleine ondernemingen zodat men mag verwachten dat deze ondernemingen minder met schulden zullen financieren dan grote ondernemingen.

De resultaten van empirische studies zijn niet eensluidend wat betreft het belang van signalering voor kleine ondernemingen. Norton (1991b) vindt in zijn survey dat asymmetrische informatie niet als een belangrijk probleem wordt ervaren. Verder blijkt de signaleringshypothese niet ondersteund te worden door de resulaten. Keasey e.a. (1992) vinden wel ondersteuning voor de signaleringshypothese voor een steekproef van kleine ondernemingen die hun waarde trachten te signaleren aan potentiële investeerders in het kader van een beursintroductie. Bij deze studies dient wel opgemerkt te worden dat het empirische studies betreft met beursgenoteerde kleine ondernemingen. Voor private ondernemingen is het geven van signalen zeer moeilijk. Het argument van Ross (1977) dat kleine ondernemingen signalen geven via hun kapitaalstructuur lijkt niet relevant te zijn voor kleine ondernemingen. Het argument van Leland en Pyle (1977) daarentegen lijkt op het eerste gezicht wel een bruikbaar signaal te zijn. Het feit dat de ondernemer een grotere participatie heeft in zijn eigen onderneming kan als een goed signaal worden aanzien. Doch de

banken blijken dit in de praktijk niet als een signaal te gebruiken. Wat wel als een signaal kan beschouwd worden is de bereidheid tot het geven van persoonlijk onderpand in een situatie waarin de informatie-asymmetrie zeer groot is, bijvoorbeeld bij de opstart van een high-tech bedrijf.

2.7 Myers' pikordetheorie.

Tegenover de "theorie van de *optimale* kapitaalstructuur" ("Static Tradeoff Theory") plaatste Myers (1984) de pikordetheorie. Volgens Myers laten ondernemingen zich bij de financieringskeuze leiden door de volgende pikorde:

1. Ondernemingen hebben een voorkeur voor interne financiering.
2. Ondernemingen passen hun vooropgestelde dividenduitbetalingsratio's aan, aan de investeringsopportuniteiten waarbij men ervoor zorgt dat de aanpassing geleidelijk gebeurt.
3. Een vaste dividendpolitiek gekoppeld aan onvoorspelbare fluctuaties in de rentabiliteit betekenen dat de intern gegenereerde cash flow soms meer en soms minder bedraagt dan het kapitaal nodig voor investeringen.
   In het eerste geval zal de onderneming schulden afbetalen of investeren in kortetermijnbeleggingen. In het tweede geval zal de onderneming kortetermijnbeleggingen verkopen.
4. Wanneer externe financiering nodig is, zullen de ondernemingen eerst de voorkeur geven aan de veiligste financieringsvorm m.a.w. ze zullen eerst met schulden financieren, daarna met converteerbare obligaties en tenslotte met nieuw extern eigen vermogen.

De pikorde in financieringsvoorkeur werd in 1961 al door Donaldson waargenomen doch ze werd pas algemeen aanvaard nadat Myers en Majluf (1984) een theoretische verklaring konden geven voor deze volgorde in financieringsvoorkeur. De pikordetheorie verschilt van de theorie van de optimale kapitaalstructuur in het feit dat er geen vooropgestelde schuldratio terug te vinden is omdat er twee soorten eigen vermogen bestaan nl. intern en extern eigen vermogen. De ene soort bevindt zich aan de top, de andere aan het uiteinde van de pikorde.

Baskin (1989) geeft nog een andere theoretische motivering voor de pikorde nl. het bestaan van belastingen en transactiekosten. De directe kosten voor gereserveerde winsten zijn lager dan de kosten voor een uitgifte van nieuwe aandelen. Daar komt nog bij dat nieuwe aandelen normaal leiden tot hogere dividendbetalingen en als gevolg hiervan tot hogere persoonlijke belastingen. Transactiekosten zijn in het algemeen kleiner voor de uitgifte van schulden dan voor een aandelenuitgifte. Volgens Baskin zijn deze motieven al voldoende om te verklaren waarom ondernemingen intern gegenereerde fondsen prefereren boven schulden en deze laatste boven nieuw aandelenkapitaal.

De pikordetheorie bezit een sterke intuïtieve aantrekkingskracht als verklaring voor het financieringsgedrag van kleine ondernemingen. Bovendien krijgt ze een sterke ondersteuning vanuit empirische hoek (Norton, 1991b, Holmes en Kent, 1991, Van der Wijst en Thurik, 1993, Chittenden e.a., 1996). De theoretische ondersteuning van Myers en Majluf (1984) voor het bestaan van een pikorde in financieringsvoorkeur is voor een private kleine onderneming echter weinig relevant. Een verklaring die wel relevant lijkt, vinden we bij Holmes en Kent (1991). Holmes en Kent spreken over een "constrained pecking order". De pikorde wordt volgens hen beperkt door twee factoren :

- kleine ondernemingen hebben meestal niet de mogelijkheid om bijkomend eigen vermogen aan te trekken via de publieke kapitaalmarkt.
- ondernemers hebben in het algemeen een sterke aversie tegen alles wat hun controle over de onderneming kan doen verminderen.

Vanuit deze twee beperkingen komen Holmes en Kent tot de volgende pikorde : ondernemers hebben een voorkeur voor interne middelen omdat met deze financieringsvorm het behoud van de controle over de onderneming verzekerd is. Wanneer deze financieringsvorm niet volstaat kiest men een vorm van schuldfinanciering die geen beperkingen oplegt aan het management. Daarom zal men de voorkeur geven aan kortetermijnschulden waaraan geen beperkende covenanten of een onderpandsvereiste verbonden zijn. Extern eigen vermogen staat zeer laag in de pikorde omdat hiermee de controle over de onderneming vermindert.

2.8 Transactiekosten als verklaring voor de kapitaalstructuur.

In 1937 stelde Coase zich de vraag waarom verschillende transacties niet via het prijsmechanisme van de markt doch wel in een onderneming tot stand komen. De belangrijkste reden voor het bestaan van een onderneming was volgens hem het feit dat er belangrijke kosten, namelijk transactiekosten verbonden zijn aan het prijsmechanisme van de markt. Soms kunnen de transactiekosten verbonden aan het gebruik van de markt zo hoog oplopen dat het beter is een specifieke economische activiteit binnen een onderneming te organiseren. Economische activiteiten worden dan georganiseerd in die specifieke beheersvorm waarin de transactiekosten minimaal zijn.

De transactiekostenbenadering van Coase vond echter pas zijn definitieve ingang in de bedrijfseconomie nadat o.a. Williamson (1979, 1981, 1985) duidelijkheid bracht over de aard en de oorsprong van de transactiekosten. In het werk van Williamson staan twee gedragsmatige veronderstellingen centraal namelijk de begrensde rationaliteit en het opportunisme. Williamson gaat ervan uit dat een economische

agent onderworpen is aan een begrensde rationaliteit. De menselijke beslissingnemer heeft wel de intentie rationeel te zijn doch zijn beperkt vermogen om complexe problemen te formuleren en op te lossen belemmeren hem om perfecte rationaliteit te bereiken. Dit betekent concreet dat economische agenten in de onmogelijkheid verkeren om volledige contracten[7] af te sluiten op het tijdstip van de transactie.

De tweede centrale veronderstelling in Williamsons werk is het opportunisme. Williamson (1985, blz. 47) definieert opportunisme als het zoeken van persoonlijk voordeel door bedrog (*"self-interest seeking with guile"*). Economische agenten hebben de mogelijkheid om ex-post, na het afsluiten van het contract, opportunistische handelingen te stellen wanneer dat in hun voordeel is. Ex-ante is het zeer moeilijk opportunistische types van niet opportunistische te onderscheiden. Daarom is het aangewezen om clausules in het contract op te nemen die dergelijk opportunistisch gedrag verbieden.

Transacties verschillen van elkaar in verschillende dimensies. Williamson (1981, 1985) onderscheidde drie kritische dimensies waarin transacties van elkaar verschillen namelijk activaspecificiteit, onzekerheid en frequentie.

(a) Activaspecificiteit.

De belangrijkste dimensie waarin transacties van elkaar verschillen is de activaspecificiteit. Naarmate activa een hogere graad van specialisatie hebben, neemt het risico toe. Sterk gespecialiseerde activa hebben immers bijna geen alternatieve aanwendingen en kunnen slechts verkocht worden tegen een relatief lage prijs. Activaspecificiteit is niet beperkt tot de fysische activaspecificiteit doch kan ook voorkomen onder de vorm van lokatiespecificiteit, waarbij bijvoorbeeld verschillende productie-eenheden in elkaars nabijheid gelegen zijn om zo te kunnen besparen op voorraad- en transportkosten, en onder de vorm van specificiteit van het menselijk kapitaal waarbij bijvoorbeeld het personeel een speciale bedrijfsgebonden opleiding krijgt. Activaspecificiteit is een belangrijke dimensie omdat eens de investering in een gespecialiseerd actief gemaakt, de koper en verkoper een bilaterale relatie hebben met mekaar waardoor ze voor een bepaalde (langere) periode in zekere mate aan elkaar verbonden zijn. Beide partijen hebben heel wat te verliezen wanneer één partij het contract eenzijdig opzegt.

Wanneer het contract hernieuwd moet worden dan bestaat de kans dat de winnaar van het originele contract zich opportunistisch zal gedragen omdat hij bijvoorbeeld een voordeel heeft via de opgedane leerervaringen. Williamson besluit hieruit dat sterk gespecialiseerde activa eerder intern geproduceerd

[7] Volledige contracten zijn contracten waarin voor alle mogelijke toekomstige gebeurtenissen een passende oplossing voorzien is.

zullen worden dan dat ze via een markt zullen worden verhandeld.

(b) Onzekerheid.

De toename van onzekerheid werkt opportunistisch gedrag in de hand. Dit heeft vooral een invloed op de transactie-specifieke investeringen. Wanneer de onzekerheid toeneemt zullen de mogelijke uitkomsten van het contract toenemen wat meebrengt dat de hiaten in het contract zullen toenemen (niet alles kan contractueel worden vastgelegd). Dit heeft tot gevolg dat de mogelijkheid ontstaat tot opportunistische aanpassingen van het contract. Daarom zullen specifieke investeringen met een regelmatig herhalend karakter eerder intern binnen de onderneming georganiseerd worden (unified governance structure) wanneer de onzekerheid stijgt.

(c) Frequentie van de transacties.

Transacties van een niet-gestandaardiseerd type vinden best plaats in gespecialiseerde beheersstructuren. Doch gespecialiseerde beheersstructuren kunnen erg duur zijn. De kosten voor deze gespecialiseerde beheersstructuren kunnen gemakkelijker gerecupereerd worden, wanneer het gaat over grote transacties met een periodiek terugkerend karakter. De frequentie van de transacties blijkt aldus een belangrijke dimensie te zijn. Zo zal het bijvoorbeeld zinvol zijn om een doorgedreven controlesysteem op te zetten waardoor de onderhandelingskosten aanzienlijk worden verminderd telkens wanneer de transactie periodiek wordt herhaald.

Economische agenten die de som van de transactie- en productiekosten willen minimaliseren zullen dit doen via de meest efficiënte beheersstructuur. Williamson werkte een typologie uit van de meest efficiente beheersstructuren om opportunisme te ontmoedigen waarbij de dimensies frequentie en activaspecificiteit centraal kwamen te staan. Voor niet-specifieke investeringen zal de markt als beheersstructuur voldoende zijn om opportunisme te beperken terwijl voor sterk specifieke investeringen met een terugkerend karakter enkel een onderneming als beheersvorm zal volstaan.

De transactiekostenbenadering werd door Williamson (1988) toegepast op het vraagstuk van de kapitaalstructuur. Williamson beschouwde schulden en eigen vermogen niet als financiële instrumenten doch als beheersstructuren. Wanneer een onderneming een investeringsproject heeft, dan zal dat volgens de transactiekostenbenadering volledig met schulden of volledig met eigen vermogen gefinancierd worden. Welke financieringsvorm gekozen wordt, hangt af van de kost van de gekozen financieringsvorm. De kost van beide financieringsvormen wordt door Williamson uitgedrukt als een functie van de activaspecificiteit.

Bij zijn redenering vertrekt Williamson van een situatie waarin enkel schulden als financieringsvorm

voorkomen. Schuldfinanciering is een betrekkelijk eenvoudige beheersstructuur met relatief lage organisatiekosten die volgens bepaalde regels werkt zoals vaste interestaflossingen, vaste kapitaalsaflossingen en liquiditeitstesten op geregelde tijdstippen. Wanneer deze regels niet gerespecteerd worden, is schuldfinanciering onverbiddelijk en volgt het faillissement. De schuldeisers recupereren dan de waarde van de activa. Doch de waarde van deze activa is lager wanneer de activaspecificiteit hoger is. Dit heeft tot gevolg dat wanneer de activaspecificiteit toeneemt, de voorwaarden van het schuldcontract in ongunstige zin zullen worden aangepast. Op een bepaald ogenblik zullen de nadelen (bv. stijgende productiekosten of dalende kwaliteit) zo zwaar wegen dat het beter is over te stappen naar een andere beheersstructuur : het eigen vermogen.

Bij een lage activaspecificiteit is schuldfinanciering goedkoper dan eigen vermogen. Een toenemende activaspecificiteit doet zowel de kosten van schuldfinanciering als van eigen vermogen stijgen, doch de kosten van schuldfinanciering stijgen sneller. Eigen vermogen is immers niet zo onverbiddelijk als schuldfinanciering zodat bij financiële moeilijkheden steeds naar een passende oplossing gezocht wordt. Williamson concludeert hieruit dat sterk gespecialiseerde activa gefinancierd worden met eigen vermogen en niet gespecialiseerde activa met schulden.

De transactiekostenbenadering biedt interessante inzichten wanneer men het financieringsgedrag van kleine ondernemingen wil verklaren. Vooreerst kan men aannemen dat de gedragsmatige veronderstelling van de begrensde rationaliteit een grotere rol zal spelen in kleine ondernemingen. Verder lijkt ook de activaspecificiteit een grotere invloed te hebben op de financiering van kleine ondernemingen omdat deze ondernemingen meer dan grote ondernemingen activa in pand moeten geven wanneer ze een beroep doen op bankschulden.

Volgens Ang (1991) zullen kleine ondernemingen geen beroep kunnen doen op bepaalde financieringsbronnen omwille van de hoge transactiekosten die met deze financieringsbronnen verbonden zijn. Zo brengt de publieke uitgifte van effecten zeer hoge vaste kosten met zich mee zodat ze vaak niet haalbaar zijn voor een kleine onderneming. Bovendien is een publieke uitgifte enkel mogelijk voor ondernemingen die de vennootschapsvorm van een N.V. hebben.

2.9 Onvolledige contracten, eigendomsrechten en de kapitaalstructuur.

De onvolledige contractenbenadering is geïnspireerd op de transactiekostentheorie. De onmogelijkheid om volledige contracten af te sluiten heeft belangrijke implicaties voor de eigendomsrechten van de verschillende activa. Wanneer er zich een situatie voordoet die niet vastgelegd is in het contract, zal de partij die

de controle over de onderneming bezit de uiteindelijke beslissing kunnen nemen. Dit doet de vraag rijzen wie de controle over de onderneming bezit. Grossman en Hart (1986) bekijken dit probleem door de contractuele rechten op te splitsen in specifieke rechten en residuele rechten. Wanneer het te kostelijk zou zijn om alle specifieke rechten op de verschillende activa van de onderneming contractueel vast te leggen, kan het optimaal zijn voor één partij om alle rechten op te kopen behalve de rechten die specifiek vermeld zijn in het contract. De eigendom van de onderneming kan omschreven worden als de aankoop van de residuele controlerechten. Wanneer er zich dan situaties voordoen die niet in het contract voorzien zijn, zullen de eigenaars uiteindelijk beslissen.

Toepassingen van de onvolledige contractenbenadering op het domein van de kapitaalstructuur zijn van zeer recente datum. Aghion en Bolton (1992) ontwikkelden een kapitaalstructuurtheorie gebaseerd op transactiekosten en onvolledige contracten. Zij kwamen tot de bevinding dat de verschillende controlerechten die aan diverse financieringsbronnen verbonden zijn een grote rol zullen spelen in de bepaling van de kapitaalstructuur. Een ondernemer zal bij de allocatie van de controlerechten tussen hemzelf en de externe investeerders telkens de voor- en nadelen van de verschillende financieringsbronnen tegen elkaar afwegen. Zo zal de ondernemer bijvoorbeeld de marginale kosten van de verwatering van de controlerechten door de financiering van extern eigen vermogen afwegen tegen de marginale kosten van schulden en de faillissementskosten. Naargelang de situatie zal een andere verdeling van de controlerechten over de verschillende partijen efficiënt blijken. Uiteindelijk komen Aghion en Bolton tot een pikorde van beheersstructuren die overeenkomen met een bepaalde volgorde in voorkeur bij financiële contracten : probeer eerst niet-stemgerechtigd eigen vermogen, dan schulden en/of geef een deel van de stemgerechtigde aandelen aan de investeerders en wanneer dit niet werkt : geef alle controlerechten aan de investeerders in de vorm van stemgerechtigd eigen vermogen.

Hart en Moore (1994) ontwikkelden een model waarin ze onderzochten met welke schulden een ondernemer met onvoldoende eigen middelen, een winstgevende investering zal financieren, wanneer de ondernemer de mogelijkheid heeft om zijn menselijk kapitaal aan de onderneming te onttrekken. Het feit dat het menselijk kapitaal onlosmakelijk met de ondernemer verbonden is, en de controle erover dus niet kan overgedragen worden, in tegenstelling tot de bedrijfsactiva, legt een beperking op aan de totale hoeveelheid schulden die kunnen aangegaan worden indien de ondernemer niet kosteloos kan vervangen worden. Vanuit dit gegeven leiden ze het optimale terugbetalingspad af. Hart en Moore toonden aan dat het optimale terugbetalingspad bepaald wordt door de maturiteitsstructuur van de opbrengstenstroom van het project en door de duur en de specificiteit van de projectactiva. Concreet voorspelt hun model dat activa met een langere levensduur, zoals bijvoorbeeld onroerende goederen, eerder met schulden met langere looptijd zullen gefinancierd worden. Activa met een kortere levensduur (zoals bijvoorbeeld

voorraden of handelsdebiteuren) zullen eerder door schulden met een kortere termijn gefinancierd worden.

De modellen van Aghion en Bolton (1992) en Hart en Moore (1994) hebben betrekking op een kleine private onderneming. Daarnaast gaan ze niet uit van waardemaximalisatie maar beschouwen ze een nutsfunctie die naast de geldelijke voordelen ook immateriële voordelen bevat zoals bijvoorbeeld het behouden van de controlerechten over de onderneming. Het mag dan ook niet verbazen dat deze modellen verklaringen geven voor het financieringsgedrag van kleine ondernemingen die dicht bij de realiteit aansluiten. Zo sluit de pikorde van Aghion en Bolton aan bij de beperkte pikorde van Holmes en Kent (1991) waarin het behoud van de controle over de onderneming centraal stond. Het model van Hart en Moore (1994) biedt een verklaring waarom kleine ondernemingen zich in de praktijk sterk zouden laten leiden door een matchingstrategie.

2.10 Theorie van de belangengroepen.

Een onderneming heeft te maken met verschillende belangengroepen die elk houder zijn van bepaalde rechten jegens de onderneming. Traditioneel worden in de bedrijfsfinanciering enkel de houders van de expliciete rechten zoals de aandeelhouders en de crediteuren als relevante belangenpartijen beschouwd. Cornell en Shapiro (1987) menen dat er buiten deze traditionele belangenpartijen ("investor stakeholders") nog andere belangenpartijen ("non investor stakeholders") een belangrijke rol kunnen spelen bij het nemen van financieringsbeslissingen. Deze andere belangenpartijen zijn klanten, personeelsleden en leveranciers die allen impliciete rechten of schuldvorderingen ("implicit claims") hebben ten opzichte van de onderneming. Deze impliciete rechten kunnen omschreven worden als de niet-geschreven of contractueel vastgelegde rechten en beloften zoals bijvoorbeeld de belofte om service-na-verkoop te verlenen aan klanten en een veilige werkomgeving te garanderen aan de werknemers (Laveren, 1991, blz. 696, Cornell en Shapiro, 1988, blz. 12). De impliciete rechten zijn onlosmakelijk verbonden met het product of de dienst en worden er samen mee verkocht. Zo verkoopt een autoconstructeur niet enkel de auto op zich maar ook de impliciete verbintenis om service en reserveonderdelen te blijven leveren na de verkoop.

Het feit dat er verschillende belangenpartijen zijn met expliciete en impliciete rechten weerspiegelt zich ook in de balans. Cornell en Shapiro spreken van een uitgebreide balans waar buiten de gebruikelijke activa en passiva nog twee extra posten voorkomen namelijk het organisationeel kapitaal en het organisationeel passief. Het organisationeel kapitaal wordt door hen gedefinieerd als de huidige marktwaarde van alle toekomstige impliciete rechten die de onderneming verwacht te verkopen. Het organisationeel passief bestaat uit de verwachte kosten die de onderneming moet maken om de huidige en toekomstige impliciete rechten te kunnen naleven. Het verschil tussen de waarde van het organisationeel kapitaal en het organisa-

tioneel passief is het netto organisationeel kapitaal. Dit netto organisationeel kapitaal komt ten goede aan de aandeelhouders en moet daarom gemaximaliseerd worden. Deze begrippen kunnen verduidelijkt worden aan de hand van het voorbeeld van de junior PC van IBM. (Cornell en Shapiro, 1987, blz. 8). De prijs waartegen deze PC werd verkocht omvatte zowel de prijs van de hardware als de prijs van de impliciete beloften tot support, levering van ondersteunende software, enz. De waarde van deze meerprijs boven de prijs van de hardware is het organisationeel kapitaal. De kosten die IBM moest maken om deze impliciete beloften te kunnen houden, kunnen beschouwd worden als het organisationeel passief. Toen het succes van de junior PC beperkt bleek, stond IBM voor een moeilijke beslissing. Het stopzetten van de productie van de junior PC zou enerzijds het organisationeel passief wel verminderen doch anderzijds zou de prijs dalen die klanten willen betalen voor de impliciete rechten waardoor ook het organisationeel kapitaal zou dalen. De beslissing over het verderzetten of stopzetten van de productie hangt dan af van welke beslissing de waarde van het netto organisationeel kapitaal zal maximaliseren.

Het netto organisationeel kapitaal speelt volgens Cornell en Shapiro ook een rol bij de keuze van de kapitaalstructuur. Ondernemingen met een relatief hoog netto organisationeel kapitaal zullen met minder schulden financieren dan soortgelijke ondernemingen met een relatief laag netto organisationeel kapitaal. Dit kan op twee manieren verklaard worden. Ten eerste vermindert de kans op financiële moeilijkheden zodat de onderneming voor de toekomst meer zekerheid kan geven over het vervullen van de impliciete rechten. Ten tweede zullen ondernemingen die verwachten dat ze hoge kosten zullen moeten maken in de toekomst om aan de impliciete rechten te kunnen voldoen, hun kapitaalstructuur zo kiezen dat de toekomstige opportuniteitskosten van de betalingen voor de impliciete rechten verminderd worden. Wanneer de onderneming enerzijds in de huidige periode financieringsbronnen kiest laag in de pikorde, zal de huidige financieringskost laag lijken. Doch de onderneming zal dan geconfronteerd worden met een verborgen opportuniteitskost die ontstaat wanneer men in de toekomst een beroep moet doen op financieringsbronnen hoger in de pikorde. Wanneer de onderneming anderzijds eerst een beroep doet op extern eigen vermogen, dan zullen de huidige kosten hoog zijn. Doch in de toekomst heeft de onderneming dan de goedkopere financieringsbronnen nog ter beschikking naarmate ze verder afdaalt in de pikorde, zodat ze dan gemakkelijker kan voldoen aan de impliciete rechten van de verschillende belangenpartijen. Verschillende elementen van de theorie van de belangenpartijen vinden we ook terug bij Titman (1984) die de kapitaalstructuur in verband bracht met de impliciete rechten van de klanten.

De relevantie van de theorie van Cornell en Shapiro voor kleine ondernemingen lijkt miniem te zijn. Het is immers weinig waarschijnlijk dat kleine ondernemingen effectief rekening houden met de impliciete of expliciete rechten van de diverse belangenpartijen wanneer ze financieringsbeslissingen nemen. Het idee dat belangenpartijen belangrijk kunnen zijn, is echter wel waardevol. Door de relatie met de verschillende

belangenpartijen en de beperkingen die de belangenpartijen kunnen opleggen te bestuderen kunnen bijkomende inzichten verkregen worden in de financieringsbeslissing van kleine ondernemingen.

2.11 Een organisationele theorie van de kapitaalstructuur.

Een recente nieuwe denkrichting binnen de kapitaalstructuurtheorie werd geleverd door Myers (1994). Naast de theorie van de optimale kapitaalstructuur (Static Tradeoff Theory) en de pikordetheorie plaatst Myers de organisationele theorie van de kapitaalstructuur. In zijn paper geeft Myers eerder een intuïtieve benadering van de theorie zonder formele afleidingen. Alhoewel hij intuïtief verschillende feitelijke observaties kan verklaren, blijven verschillende belangrijke vragen[8] nog onbeantwoord. Een verdere diepgaande formele ontwikkeling van de organisationele theorie kan een antwoord geven op deze vragen.

In zijn organisationele theorie stapt Myers af van het uitgangspunt dat managers handelen in het belang van de huidige aandeelhouders. Zijn uitgangspunt is dat de onderneming als een organisatie kan beschouwd worden die haar "ondernemingswelvaart" tracht te maximaliseren. Deze ondernemingswelvaart kan afgeleid worden uit de organisationele balans. Aan de linkerzijde van deze organisationele balans vinden we de huidige waarde van de toekomstige cash flows uit de reeds aanwezige activa en de huidige waarde van de groeiopportuniteiten, verminderd met de huidige waarde van de belastingverplichtingen. De rechterzijde bevat de marktwaarde van het eigen vermogen en de schulden vermeerderd met het organisationeel surplus of werknemerssurplus. Dit organisationeel surplus is gelijk aan de huidige waarde van de kosten van overconsumptie. De ondernemingswelvaart is gelijk aan het organisationeel surplus plus de marktwaarde van het eigen vermogen.

Verschillende financiële gedragingen kunnen verklaard worden door deze organisationele theorie zoals bijvoorbeeld : waarom het vervangen van eigen vermogen door schulden goed nieuws is voor de aandeelhouders en een uitgifte van nieuwe aandelen als slecht nieuws wordt geïnterpreteerd. Voor het eerste voorbeeld geldt de redenering : wanneer het eigen vermogen vervangen wordt door schulden waarbij de activa en de groeiopportuniteiten constant gehouden worden, zal in eerste instantie de ondernemingswelvaart dalen. Dit betekent goed nieuws voor de aandeelhouders omdat de belastingverplichting vermindert als gevolg van de interestschilden op de nieuwe schulden. De belastingbesparing zal deels ten goede komen aan het organisationeel surplus en deels aan het eigen vermogen. Voor de uitgifte van aandelen

[8] In een kritische bespreking van Myers' artikel stellen Frankfurter en Phillippatos (1992) een aantal vragen die niet worden beantwoord door Myers' organisationele theorie. Enkele voorbeelden zijn : Hoe genereert de markt de organisationele balans? Wat is de status van het management wanneer er een negatief surplus optreedt? Welke belangenconflicten worden opgelost als een functie eigendom-management?

geldt het omgekeerde mechanisme. Myers besluit zijn analyse met de bespreking van de drie theorieën. Volgens hem faalt de static tradeoff theorie in het verklaren van verschillende feiten die geobserveerd worden in de financiële markten. Verder onderzoek moet zich toespitsen op de verdere ontwikkeling van de pikordetheorie en de organisationele theorie.

2.12 Naar een kapitaalstructuurtheorie voor kleine ondernemingen?

De zoektocht naar een verklaring voor de financieringkeuzes van kleine ondernemingen via de moderne kapitaalstructuurtheorieën leverde weinig concreets op. Het "static-tradeoffkader" blijkt weinig relevant te zijn wanneer het toegepast wordt op kleine ondernemingen. Zo blijkt het belastingvoordeel van schuldfinanciering voor kleine ondernemingen gemiddeld veel lager te liggen dan voor grote ondernemingen. Daarnaast tonen verschillende empirische studies aan dat marktimperfecties zoals faillissementskosten en agentschapskosten, die traditioneel als tegengewicht dienen voor het belastingvoordeel, weinig of geen rol spelen bij de keuze van de kapitaalstructuur.

Nochtans werden binnen het static tradeoffkader ook verschillende bijdragen geleverd waarbij de kleine onderneming en de ondernemer het uitgangspunt van de analyse waren. Vertrekkende van de kleine onderneming worden in deze modellen en theorieën conclusies afgeleid die ook geldig blijken te zijn voor grote, beursgenoteerde ondernemingen. Zo analyseerden Jensen en Meckling (1976) in één van de belangrijkste papers op het domein van de kapitaalstructuur, het theoretisch financieringsgedrag van een eigenaar-manager die 100% van de aandelen bezit en door een tekort aan intern eigen vermogen een beroep moet doen op extern kapitaal. Alhoewel het model van Jensen en Meckling vertrekt van een situatie die typisch is voor een kleine onderneming werd het model niet specifiek ontwikkeld om het financieringsgedrag van kleine ondernemingen te verklaren. Bovendien gaan Jensen en Meckling (1976, blz. 307) expliciet uit van waardemaximaliserend gedrag van de diverse partijen. Ook in de signaleringsliteratuur vinden we modellen waarin de ondernemer centraal staat. Zo concluderen Leland en Pyle (1977, blz. 372) bijvoorbeeld dat "*the value of the firm increases with the share of the firm held by the entrepreneur*". Ook hier vinden we weer het uitgangspunt van waardemaximalisatie terug.

De discussie over de relevantie van de theorie van de kapitaalstructuur voor kleine private ondernemingen vinden we in verschillende papers terug. Deze papers kunnen ingedeeld worden volgens twee strekkingen. De onderzoekers van de eerste strekking (vb. McConnell en Pettit, 1984, Pettit en Singer, 1985, Brophy en Shulman, 1992) trachten bestaande theorieën en paradigma's te herwerken naar een K.M.O.-context. Een voorbeeld hiervan vinden we bij McConnell en Pettit (1984) die het belang van de faillissementskosten bij de kapitaalstructuurbeslissing van kleine ondernemingen sterk benadrukken. Zij stellen dat

faillissementskosten uit een vaste component bestaan die niet afhangt van de grootte van de onderneming en een variabele component die varieert met de grootte van de onderneming. De vaste kostencomponent weegt volgens hen zwaarder door bij de kleine onderneming. Daarbij komt nog dat de faillissementskans bij kleine ondernemingen groter is. Deze gegevens doen beide auteurs besluiten dat theoretisch gezien kleine ondernemingen minder met schulden zouden financieren dan grote ondernemingen omwille van de hogere marginale faillissementskosten bij grotere schuldfinanciering.

Nochtans moet deze conclusie met de nodige voorzichtigheid behandeld worden. McConnell en Pettit baseren hun redenering op modellen zoals die van Kraus en Litzenberger (1973) en Kim (1978) waarin de faillissementskosten als tegengewicht voor het belastingvoordeel van schulden worden gebruikt. Deze modellen bouwen echter verder op de Modigliani-Miller modellen waarvan de basisveronderstellingen zoals bijvoorbeeld waardemaximalisatie kunnen bekritiseerd worden als ver verwijderd van de ondernemersrealiteit. We kunnen ons dan ook vragen stellen over de praktische relevantie van hun conclusies. 'Is het wel zo dat kleinere ondernemingen minder met schulden financieren omdat ze relatief hogere faillissementskosten hebben? Spelen faillissementskosten eigenlijk wel een rol bij de financieringskeuze van de ondernemer? Hoe groot zijn de faillissementskosten bij kleine ondernemingen? Zijn de faillissementskosten voldoende groot zodat ze een invloed kunnen hebben op de financieringsbeslissing?' In een reeks empirische studies omtrent de kapitaalstructuur van kleine ondernemingen vond Norton (1990, 1991a, 1991b) dat kleine ondernemingen zich niet laten leiden door faillissementskosten wanneer ze financieringsbeslissingen nemen. Hoe kunnen we dan nu verklaren dat de kapitaalstructuurtheorie vooropstelt dat faillissementskosten een rol spelen terwijl dat in deze studies voor kleine ondernemingen niet wordt vastgesteld?

Een mogelijk antwoord vinden we in de tweede strekking in de literatuur (vb. Keasey en Watson, 1993, Colot en Michel, 1994). Deze strekking ontstond als een reactie op de algemene benadering van de studies van de eerste strekking. Zo bekritiseren Colot en Michel (1994, blz. 6) *"the reworking of models or paradigms to a S.M.E.-logic"*. Deze kritiek is voornamelijk gebaseerd op de algemene veronderstellingen van de moderne financieringstheorie. De financieringstheorie werd immers ontwikkeld binnen het kader van de neo-klassieke economie die gebaseerd is op veronderstellingen zoals economische agenten (investeerders en beslissingnemers) die rationeel handelen, (financiële) markten die perfect competitief zijn en informatie die vrij beschikbaar is (Ryan e.a., 1993). Van deze veronderstellingen blijken de laatste twee niet zo een cruciale rol te hebben gespeeld in het ontwikkelingsproces van de kapitaalstructuurtheorie.

Enkel in de initiële fase van de theorieontwikkeling in het domein werd er uitgegaan van perfecte markten

en vrije informatie (zie Modigliani en Miller, 1958). In de volgende fasen van de theoretische ontwikkelingen spitste het onderzoek zich toe op de invloed van marktimperfecties zoals faillissements- en agentschapskosten. De rationaliteitsveronderstelling bleef nochtans overeind. Rationaliteit betekent dat de economische agenten een nutsfunctie maximaliseren die bestaat uit de waardemaximalisatie van de onderneming. Deze veronderstelling bleef behouden omdat het een essentieel onderdeel is van het abstractieproces dat gebruikt wordt in de sociale wetenschappen. Hét argument om uit te gaan van deze veronderstelling is volgens Ryan e.a. (1993) het feit dat irrationele investeerders het op lange termijn zullen moeten afleggen tegenover rationele investeerders zodat deze laatsten zullen domineren.

Het is duidelijk dat deze basisveronderstellingen niet geheel overeenkomen met de ondernemersrealiteit. Nochtans kan een financieringstheorie voor kleine ondernemingen slechts zinvol zijn wanneer effectief rekening wordt gehouden met de ondernemersrealiteit. Willen we theoretisch onderzoek verrichten dat naar verklaringen zoekt van vastgestelde gedragingen, dan moet dat theoretisch onderzoek rekening houden met de verwachtingen, motivaties en opvattingen van de ondernemer en de invloed van externe belangenpartijen. Nieuwe modellen en theorieën voor het financieel management in kleine ondernemingen zouden moeten gecreëerd worden. Dergelijke modellen en theorieën moeten uitgaan van de specifieke kenmerken van kleine ondernemingen. Volgens Ang (1991) brengen deze specifieke kenmerken speciale financiële problemen met zich mee en klassieke financiële problemen moeten dikwijls op een andere manier opgelost worden dan bij grote ondernemingen.

Eén van de belangrijkste specifieke kenmerken van de kleine onderneming is de centrale rol die de ondernemer inneemt binnen de onderneming. Yazdipour (1994) stelt dan ook dat de onderzoeker zijn onderzoeksinspanningen moet richten op de ondernemer als de centrale figuur in de economie. De uitdaging voor de onderzoeker bestaat erin de onderzoeksdomeinen van de ondernemerschapstheorie en de financiële economie in elkaar te integreren. Vanuit de financiële economie zouden de agentschapskostentheorie en de transactiekostentheorie bruikbare analyse-instrumenten kunnen zijn bij de ontwikkeling van nieuwe modellen en theorieën. Vanuit de ondernemersschapstheorie kunnen de centrale rol van de ondernemer en de specifieke kenmerken van de kleine onderneming de basis zijn van nieuwe modellen en theorieën.

Enkele recente ontwikkelingen binnen de onvolledige contractenbenadering (Aghion en Bolton, 1992, Hart en Moore, 1994, 1998) blijken bij deze nieuwe denkrichtingen aan te sluiten en starten hun analyse vanuit een nutsfunctie die ook immateriële voordelen bevat zoals het behouden van de controlerechten over de onderneming. Deze onderzoeksrichting lijkt voor de toekomst zeer beloftevol te zijn wanneer men erin slaagt meer specifieke kenmerken van de kleine onderneming in de analyse te introduceren.

Uit het voorgaande blijkt dat het toepassen van de static tradeofftheorie op kleine ondernemingen weinig relevant is. Er werd voorheen reeds gesteld dat nieuwe en vooral betere verklarende modellen en theorieën zouden moeten gecreëerd worden. Dit doet onvermijdelijk de vraag rijzen waar dergelijk onderzoek moet gesitueerd worden binnen de financiële theorie : betreft het hier een op zichzelf staande, geïsoleerde theorie of kan deze theorie gebruikt worden in een bredere context. Om deze vraag te beantwoorden, keren we terug naar de moderne theorie van de kapitaalstructuur.

De empirische studies in dit domein van de financiering (voor een overzicht, zie Cools, 1993) tonen aan dat de traditionele theorieën slechts gedeeltelijk een verklaring kunnen geven voor de kapitaalstructuur. Tijdens een kritische evaluatie van de static tradeofftheorie komt Myers (1994) tot de conclusie dat de beperkte verklarende kracht van deze theorieën mogelijk te wijten is aan het feit dat managers geen waardemaximaliseerders zijn en dus niet streven naar een optimale kapitaalstructuur. Tempelaar (1988, pg. 455) geeft een kritische beschouwing van de waardemaximalisatie als ondernemingsdoel. Hij stelt : "..., *dat de doelstelling wordt gerechtvaardigd met de veronderstelling van de perfecte vermogensmarkt, terwijl er anderzijds naar wordt gestreefd in de theorie de invloed van bepaalde marktimperfecties te incorporeren." "Het incorporeren van marktimperfecties in de financieringstheorie ondergraaft in principe de theoretische rechtvaardiging van het in die zelfde theorie zo cruciale ondernemingsdoel van waardemaximalisatie."* Het in vraag stellen van dit uitgangspunt kan zeker vanuit empirische hoek ondersteund worden. Zo blijkt uit Cools (1993) dat slechts 6% van de onderzochte (beursgenoteerde) ondernemingen streeft naar maximalisatie van de marktwaarde. De kritiek vanuit K.M.O.-hoek op de static tradeofftheorie blijkt dus niet alleen van toepassing te zijn wanneer het kleine ondernemingen betreft doch ook vreemd genoeg wanneer men het financieringsgedrag van grote ondernemingen wil verklaren. Recente ontwikkelingen in de moderne kapitaalstructuurtheorie zoals de organisationele theorie van Myers (1994) stappen dan ook af van het uitgangspunt van waardemaximalisatie.

Betekent dit nu dat de bestaande theorie een maat voor niets is? Volgens Cools (1993) zeker niet want de ontwikkelingen sinds einde jaren '70 bestaan enkel uit mogelijkheidstheorema's waarbij telkens één van de vele *mogelijke* verhalen werd verteld. Totdat het Modigiani-Miller-programma omver wordt geworpen, is er volgens Cools weinig mis met het creëren van dergelijke mogelijkheidstheorema's. Wel zouden ze duidelijk de relaties moeten aangeven met andere mogelijkheidsverhalen, meer aandacht moeten besteden aan de empirische implicaties en in welke context ze toepasbaar zijn.

Wanneer we nu terugkeren naar de basisvraag waar de financiële theorie voor kleine ondernemingen moet gesitueerd worden binnen de financiële theorie, komen we tot de conclusie dat het onderzoek dat nu gevoerd wordt omtrent het financieringsgedrag van kleine ondernemingen belangrijke inputs kan leveren

voor het huidige kapitaalstructuuronderzoek. Dit wordt treffend door Colot en Michel (1994, blz. 16-17) geïllustreerd door aan te geven dat "*one of the first contributions of interest taken in S.M.E.'s was the progressive awareness of the limits of modern financial theory*" en verder "*developments similar to those encountered in entrepreneurship are undertaken in 'classical' finance with the aim of working out a more advanced theory in the explanatory and presciptive spheres of reality*". Colot en Michel stellen zich dan ook terecht de vraag of we op termijn niet kunnen komen tot een globale financiële theorie. Twee factoren voeden dit proces dat kan leiden tot een theoretische fusie : het fenomeen "intrapreneurship" en de toekomstige ontwikkeling van modellen en instrumenten voor kleine ondernemingen die de ondernemer in zijn beslissingsproces kan integreren.

2.13 Conclusies.

In dit hoofdstuk werd een overzicht gegeven van de belangrijkste ontwikkelingen in het domein van de kapitaalstructuur. Achtereenvolgens werden de traditionele benadering, de Modigliani - Miller stellingen, de faillissementskostentheorie, de agentschapskostentheorie, de pikordetheorie, de transactiekostenbenadering, de onvolledige contractenbenadering, de theorie van de belangenpartijen en een organisationele theorie van de kapitaalstructuur besproken.

Vervolgens werd een discussie gevoerd over de relevantie van deze theorieën om de financieringskeuzes van kleine ondernemingen te helpen verklaren. In de literatuur kunnen twee strekkingen onderscheiden worden. De literatuur van de eerste strekking tracht bestaande theorieën te herwerken naar een KMO-context. Deze werkwijze werd bekritiseerd door een tweede strekking in de literatuur die stelde dat de algemene veronderstellingen die aan de grondslag liggen van deze theorieën niet overeenkomen met de "realiteit van de kleine onderneming". Theoretisch onderzoek naar het financieringsgedrag van kleine ondernemingen zou rekening moeten houden met de specifieke kenmerken van de kleine onderneming.

Na deze discussie kan een antwoord gegeven worden op de onderzoeksdeelvraag van dit hoofdstuk : het merendeel van de ontwikkelingen binnen de moderne theorie van de kapitaalstructuur blijkt weinig verklarende kracht te bezitten wanneer het de kapitaalstructuur van kleine ondernemingen betreft. Enkel de pikordetheorie en de transactiekosten- en onvolledige contractenbenadering lijken perspectieven te bieden. Nochtans blijven verschillende vragen onbeantwoord zoals : "In welke mate spelen de verwachtingen, motivaties en opvattingen van de ondernemer een rol bij de financieringskeuzes" en "Wat is de rol van de (financieel-economische) context waarin die beslissingen worden genomen?" Verder onderzoek zou zich daarom moeten richten op de ondernemer en de context van de kleine onderneming. Onder context wordt o.a. verstaan : de invloed van de verschillende belangenpartijen, de relatie met deze belang-

enpartijen, de financieringsbeperkingen die opgelegd worden door de belangenpartijen, en de specifieke kenmerken van de kleine onderneming.

In het volgende hoofdstuk wordt een antwoord gezocht op de vraag hoe aan theorie-ontwikkeling voor kleine ondernemingen kan gedaan worden gezien de stand van zaken in het domein. Hierbij wordt de aandacht vooral toegespitst op de ondernemer en de context van de kleine onderneming.

Hoofdstuk 3 : Kapitaalstructuur en de kleine onderneming : theorievorming vanuit een belangenpartijenperspectief.

3.1 Inleiding.

Het vorige hoofdstuk werd besloten met de conclusie dat de moderne theorie van de kapitaalstructuur weinig verklarende kracht heeft in de context van kleine ondernemingen. Er is nieuwe theorievorming nodig die uitgaat van de specifieke kenmerken van de kleine onderneming. Dit hoofdstuk concentreert zich op de vraag hoe we aan zinvolle theorieontwikkeling kunnen doen in een wetenschapsdomein dat nog in de kinderschoenen staat[1].

Theorievorming kan gebeuren via twee verschillende methoden. De traditioneel meest gebruikte (en gekende) methode is de deductieve waarbij eerst theorie wordt ontwikkeld over een fenomeen, vaak met behulp van kwantitatieve modellen, op zulk een manier dat men enkele variabelen bestudeert terwijl men controleert voor andere, meestal situationele variabelen. Hieruit worden dan hypothesen afgeleid die empirisch geverifieerd kunnen worden.

Het streven naar een mathematische voorstelling van een theorie is reeds vele decennia dé doelstelling van wetenschappers in diverse disciplines. Ook in de sociale wetenschappen wordt meer en meer gebruik gemaakt van kwantitatieve modellen. Doch in een kritische bespreking stelt Bygrave (1993, blz. 255) dat "*in the social sciences, mathematical models are more often than not a little more than a Laplacian fantasy*". In een poging om het ondernemerschap met zijn dynamische, discontinue aspecten wiskundig te modelleren maakte Bygrave gebruik van de chaostheorie. Hij stelde echter vast dat zelfs de meest ingewikkelde wiskundige modellen niet meer zijn dan "*a mathematical metaphor*" omdat de precisie waarmee de variabelen moeten gemeten worden in realiteit niet haalbaar is.

Een tweede methode om aan theorievorming te doen is de inductieve. Bij deze methode vertrekt men

---

[1] De studies die de financieringsbeslissing in een kleine onderneming trachten te modelleren zijn weinig talrijk en zeer recent (o.a. Yu, 1994, Schnabel, 1992, Ahn, 1993, Cressy, 1995). Slechts de studies van Ahn (1993) en Cressy (1995) vertrekken vanuit veronderstellingen die beter aansluiten bij de realiteit van de kleine onderneming. Beide studies steunen op de veronderstelling dat de ondernemer zijn verwachte nut zal maximaliseren. Het model van Ahn is echter gebaseerd op de theorie van Miller (1977) die ervan uitgaat dat er belastingvoordelen verbonden zijn aan schuldfinanciering. Cruciaal in dit model is natuurlijk de vraag of een ondernemer zich laat leiden bij de keuze van de financieringsbron door dit fiscale motief. Het model van Cressy (1995) daarentegen modelleert enkel het feit of een ondernemer al dan niet zal kiezen voor schuldfinanciering waarbij hij een afweging maakt tussen het nut van winstgevendheid en het anti-nut van het verlies van controle, een afweging die in realiteit ook gemaakt wordt.

vanuit individuele, in hun natuurlijke omgeving voorkomende en meestal oncontroleerbare observaties die dan worden omgezet naar generaliseerbare inductieve principes (Bonoma, 1985). In het huidige kapitaalstructuuronderzoek wordt bijna uitsluitend gebruik gemaakt van de deductieve methode. Het feit dat deze theorieën slechts in beperkte mate de realiteit blijken te verklaren kan deels te wijten zijn aan deze deductieve methodologie, die weinig rekening houdt met de natuurlijke omgeving en de gedragsmatige variabelen van het bestudeerde fenomeen. Als voorbeeld zou men kunnen aanhalen dat men moeilijk het financieringsgedrag van een kleine onderneming kan bestuderen zonder de motivaties, doelstellingen en verwachtingen van de ondernemer te bestuderen. Deze motivaties, doelstellingen en verwachtingen zijn echter variabelen die moeilijk te kwantificeren zijn zodat ze ook moeilijk kunnen opgenomen worden in theorievorming met behulp van mathematische modellen.

Gedurende de laatste jaren werd heel wat aandacht besteed aan alternatieve onderzoeksmethoden in het bedrijfskundig onderzoek en meer specifiek in de ondernemingsfinanciering (o.a. Biemans en van der Meer-Kooistra, 1994a, 1994b, Bettner, Robinson en McGoun, 1994, de Jong, Veld en Grazell, 1998). De oorzaak van deze verhoogde interesse voor kwalitatief onderzoek kan gevonden worden in een algemeen toenemend onbevredigd gevoel over de ontwikkelingen in het financieringsdomein. Bettner e.a. (1994) en Boot en Cools (1997) geven in hun kritische bespreking van de financieringstheorie aan dat het kwantitatief, abstract theoretisch onderzoek, voornamelijk gericht op de kapitaalmarkten, de financiering als wetenschap domineert. Dit onderzoek heeft in het verleden belangrijke praktische instrumenten opgeleverd zoals bijvoorbeeld modellen voor de waardering van opties, futures en andere afgeleide producten. Boot en Cools (1997, blz. 299) omschrijven deze vorm van onderzoek als een soort *externe ondernemingsfinanciering*, een wat 'black box-achtige' benadering van de onderneming. Hiertegenover staat volgens hen een soort *interne ondernemingsfinanciering*, waarbij de nadruk ligt op het interne besluitvormingsproces. Boot en Cools (1997) stellen dat het wetenschappelijk onderzoek ver af staat van deze laatste soort financiering. Ze bekritiseren onder meer het feit dat de abstracte financieringstheorie zich te weinig verdiept in de interne besluitvormingsprocessen en ondernemingsspecifieke omstandigheiden. Ontwikkelingen zoals de agentschapskostentheorie komen volgens Boot en Cools aan deze kritiek tegemoet doch wanneer we specifiek het financieringsgedrag van kleine ondernemingen willen verklaren, stellen we vast dat (a) de empirische bewijsvoering de agentschapskostentheorie niet ondersteunt (Norton, 1991b en Landström, 1992) en (b) de agentschapskostenbenadering een onderneming niet meer als een 'black-box' bekijkt maar als een knooppunt van contracten. Doch dit neemt niet weg dat in het merendeel van deze studies de interne besluitvorming nog steeds via een abstracte wetenschappelijke benadering wordt bestudeerd, waarbij geen rekening wordt gehouden met ondernemingsspecifieke omstandigheden.

Een soortgelijke discussie vinden we in Bettner e.a. (1994). Na een grondige discussie van het financie-

ringsonderzoek aan de hand van een ASD-model[2] komen deze auteurs tot de conclusie dat er geen wetenschappelijk conflict bestaat op het meso-niveau. Om de barrières op het meso-niveau te verwijderen bepleiten ze sterk het aanvullend gebruik van kwalitatieve onderzoeksmethoden in toekomstig financieringsonderzoek. Kwalitatieve onderzoeksmethoden die volgens Bettner e.a. zeker nuttige toepassingen vinden binnen het financieringsonderzoek zijn : "grounded field theory", ethnografische analyse, historiografisch onderzoek, casestudy-onderzoek en actieonderzoek.

Op basis van deze discussie kunnen we ons de vraag stellen welke onderzoekstechniek nu aangewezen is om in het kader van dit onderzoek een theoretische bijdrage te leveren over kapitaalstructuurbeslissingen in kleine ondernemingen.

Zoals uit het voorgaande blijkt kunnen verschillende onderzoeksstrategieën gebruikt worden om dit onderzoek uit te voeren. Volgens Yin (1994) is de casestudy de aangewezen strategie wanneer (a) men de **'hoe'**- en de **'waarom'**-vraag tracht te beantwoorden, (b) wanneer de onderzoeker weinig controle heeft over de gebeurtenissen en (c) wanneer het onderzoek zich richt op een huidig fenomeen in zijn context. Omdat aan deze drie voorwaarden voldaan is, lijkt het aangewezen de **casestudymethode** te gebruiken in het kader van dit onderzoek. Hierbij dient wel de bemerking te worden gemaakt dat geen enkele methode, inclusief de casestudymethode, in staat is om een goed afgelijnde theorie af te leveren die tegelijkertijd alle kwaliteitscriteria van onderzoek maximaliseert zoals de constructvaliditeit, de externe en interne validiteit en de betrouwbaarheid. Volgens Parkhe (1993) kunnen andere methoden van theorieontwikkeling, zoals bijvoorbeeld kwantitatieve modelleringen eveneens nuttig zijn bij verder onderzoek omdat ze de resultaten van de casestudymethode aanvullen en versterken. Het onderzoek dat in dit hoofdstuk uitgevoerd wordt is in eerste instantie exploratief onderzoek dat kan leiden tot aanvullende theoretische inzichten waarna de unieke voordelen van andere benaderingen in verder onderzoek gebruikt kunnen worden om de ontwikkeling van de theorie verder te zetten.

Casestudy-onderzoek werd in het verleden slechts zelden gebruikt als onderzoekstechniek in de financiering. Uitzonderingen hierop zijn Baker (1992) en Baker en Wruck (1989) die telkens aan de hand van één case zeer diepgaand de mechanismen onderzochten hoe een verandering in de controle van de onderne-

[2] Actor-system dynamics (ASD) stelt alle sociale systemen voor als impliciet onderworpen aan verandering en conflict. Sociale systemen worden aldus beschouwd als constant in onevenwicht. Bettner e.a. (1994) pasten het ASD-model toe op het financieringsonderzoek. Ze onderscheiden drie samenhangende niveaus. Het micro-niveau betreft de individuele onderzoeker. Het meso-niveau betreft de machtstructuur van de academische wereld die de normen, de waarden en het collectieve gedrag tussen individuele onderzoekers beïnvloedt. Het macro-niveau heeft betrekking op de voorkomende patronen van onderzoek en de culturele context waarin dat gebeurt.

ming de waarde van de onderneming beïnvloedt. Ook Donaldson (1984) gebruikte meerdere cases om de formulering van financiële doelstellingen te onderzoeken, evenals de manier waarop deze doelstellingen het gebruik van financiële middelen door het management onder controle houden. De verantwoording die Donaldson geeft voor het gebruik van cases kan als een goede samenvatting beschouwd worden van de discussie omtrent het financieringsonderzoek. Donaldson (1984, blz. 2) stelt dat *"[The existing literature on corporate financial management] describes the world as it ought to be. In contrast, this study attempts to describe the world as it is, and it adopts the perspective of the individual manager - an appropriate starting point even for those who wish to bring "is" and "ought" together."*

Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd. In paragraaf 3.2 worden de methodologische aspecten van het casestudy-onderzoek besproken. Vervolgens worden in paragraaf 3.3 de resultaten van het casestudy-onderzoek besproken. Paragraaf 3.4 besluit het hoofdstuk.

3.2 Methodologische aspecten van het casestudy-onderzoek.

3.2.1. Inleiding.

In de literatuur werden in het verleden verschillende aspecten van theorieontwikkeling met behulp van casestudy's beschreven. Doch een eigenlijke procedure voor het ontwikkelen van theorie via een inductief proces werd pas geleverd nadat Eisenhardt (1989) de ideeën en procedures van voorgaande studies samenbracht tot een volledig instument voor het ontwikkelen van theorie op basis van casestudy's. In dit hoofdstuk wordt het door Eisenhardt voorgestelde inductieve theorieontwikkelingsproces in grote lijnen gevolgd. Dit proces steunt op de volgende drie pijlers :

- **"Grounded theory"** : deze idee van gefundeerde theorieontwikkeling werd oorspronkelijk ontwikkeld door Glaser en Strauss (1967). "Grounded theory" kan als volgt omschreven worden (Strauss en Corbin, 1990, blz. 23) : *"A grounded theory is one that is inductively derived from the study of the phenomenon it represents. That is, it is discovered, developed, and provisionally verified through systematic data collection and analysis of data pertaining to that phenomenon. Therefore, data collection, analysis, and theory stand in reciprocal relationship with each other. One does not begin with a theory, then prove it. Rather, one begins with an area of study and what is relevant to that area is allowed to emerge."* Zoals uit deze definitie kan afgeleid worden, ontstaat de theorie uit een continue wisselwerking tussen analyse en gegevensverzameling. Dit type van theorie draagt volgens Strauss en Corbin (1994, blz. 275) het meest bij *"towards closing the embarrassing gap between theory and empirical research"*.

- **Casestudy-onderzoek als een onderzoeksstrategie** : Yin (1994) beschreef het ontwerp van het casestudy-onderzoek waarbij hij vooral aandacht besteedde aan de manier waarop het casestudy-onderzoek als een volwaardige onderzoeksstrategie kan gebruikt worden. Zo beschreef hij onder meer hoe het casestudy-onderzoek kan voldoen aan de kwaliteitscriteria van onderzoek. Daarnaast introduceerde hij het concept replicatielogica wat essentieel is bij een meervoudige case-analyse.

- **Technische analyse-instrumenten voor kwalitatieve gegevens** : in casestudy-onderzoek wordt voornamelijk gewerkt met kwalitatieve gegevens. Een voor de hand liggende vraag is dan hoe we betekenisvolle conclusies kunnen afleiden uit kwalitatieve gegevens. Een antwoord op deze vraag vinden we bij Miles en Huberman (1994) die een aantal technieken ontwikkelden voor het analyseren van kwalitatieve gegevens.

De theorie die we trachten te ontwikkelen in dit hoofdstuk is een *midrange theorie*. Merton (1968, blz. 39) definieert midrange theorie als "*theories that lie between the minor but necessary working hypotheses that evolve in abundance during day-to-day research and the all-inclusive systematic efforts to develop a unified theory that will explain all the observed uniformities of social behavior, social organization and social change*". Een midrange theorie kan eigenlijk omschreven worden als een theorie die geldig is binnen een bepaalde context.

Het uiteindelijk doel van theorieontwikkeling binnen eender welke wetenschappelijke discipline is het creëren van een alles omvattende theorie (*"comprehensive unified theory"*), bestaande uit een aanzienlijk aantal wetmatigheden (Bourgeois, 1979). Doch volgens Bourgeois (1979) kunnen we wat betreft de theorie in de gedragwetenschappen nog niet spreken van een allesomvattende theorie omdat de ontwikkeling van een geheel van empirische wetmatigheden zich nog in een beginstadium bevindt, dit in tegenstelling tot de theorieën in de "harde" wetenschappen zoals bv. de fysica waar we wel een dergelijk geheel van gekende empirische relaties terugvinden. Totdat het onderzoeksdomein van de gedragswetenschappen een grotere maturiteit bereikt zouden we ons moeten concentreren op midrange theorieën. Bourgeois (1979, blz. 443) verwoordt het belang van midrange theorie als volgt : "*verification of comprehensive theory is not possible without a foundation of middle-range theory; and empirical investigation, as a cumulative activity performed by social scientists as a whole, would flounder without the hypothesis-generating function of middle-range theories*". Bourgeois (1979) stelt verder dat een dergelijke midrange theorie niet logisch afgeleid kan worden van een allesomvattende theorie, doch eens ontwikkeld kan ze er wel consistent mee zijn.

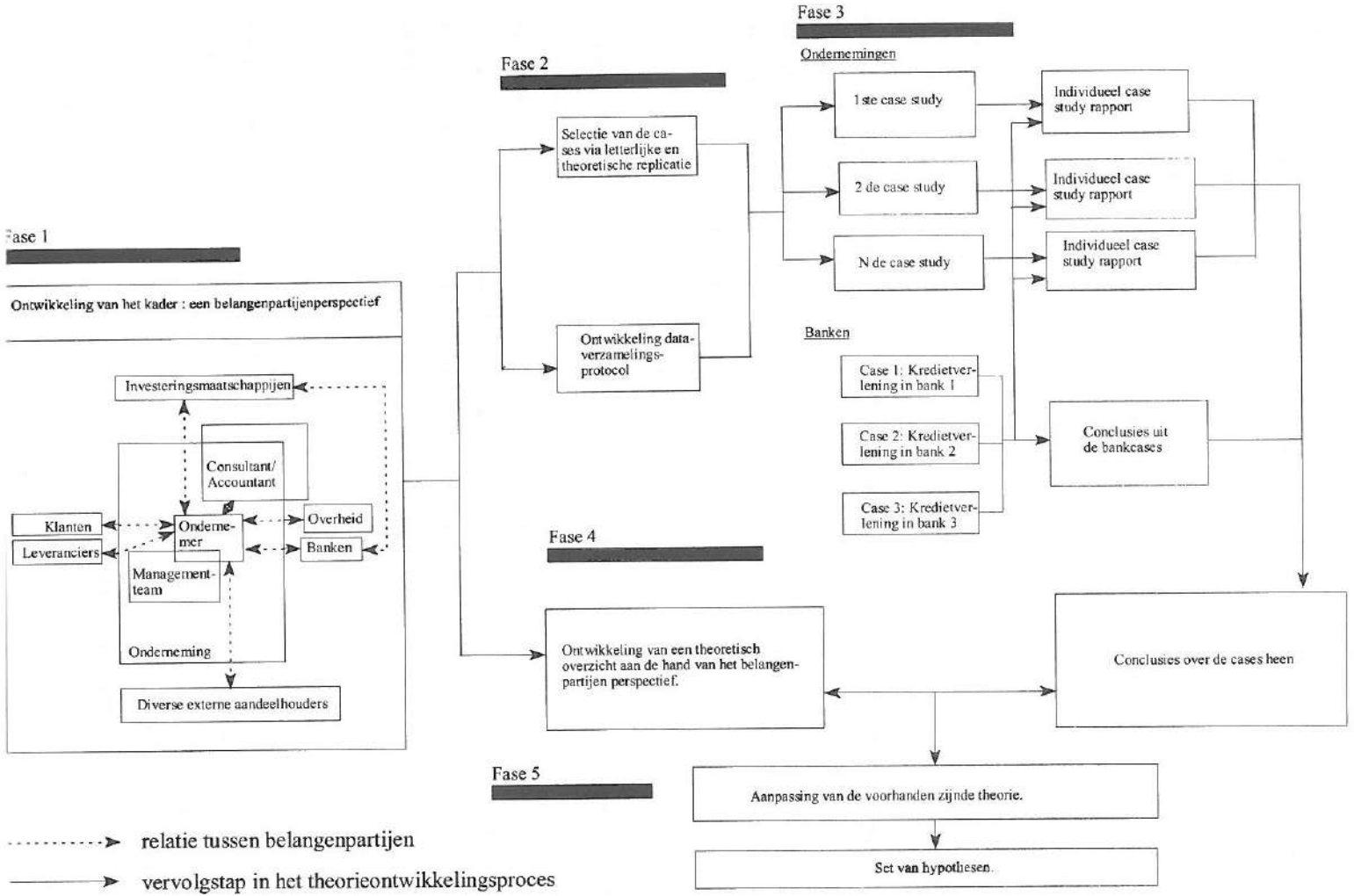
3.2.2 Het casestudyprotocol.

Een gedetailleerd casestudyprotocol is essentieel wanneer men de betrouwbaarheid van de studie wil verhogen. Het protocol dat hier beschreven wordt bevat de procedures en de algemene regels die gevolgd werden.

(a) Initiële stap.

Over de invulling van de initiële stap bestaat geen concensus in de literatuur. Eisenhardt (1989) meent dat de initiële fase in het casestudy-onderzoek zo dicht mogelijk een situatie moet benaderen, waarin geen theorie in beschouwing wordt genomen. Dit om te vermijden dat er op voorhand al nagedacht is over relaties tussen variabelen en theorieën. Yin (1994), daarentegen, meent dat de eerste stap moet bestaan uit theorieontwikkeling waarin de onderzoeker de studie relateert aan de reeds bestaande theoretische inzichten. Doch deze werkwijze houdt het gevaar in dat door Eisenhardt reeds werd vermeld. Daarom werd in dit onderzoek gekozen om te vertrekken van een *kader* waarin de theorie werd geplaatst en dat tegelijkertijd diende als basis voor de gegevensverzameling (zie figuur 3.1, fase 1). Dit betekent niet dat de bestaande literatuur onbelangrijk is. Integendeel zelfs, Strauss en Corbin (1990) stellen dat de bestaande literatuur een grote rol speelt bij wat zij noemen "theoretical sensitivity". Theoretical sensitivity refereert *"to the attribute of having insight, the ability to give meaning to data, the capacity to understand, and capability to separate the pertinent from that which isn't"* (Strauss en Corbin, 1990, blz. 42). Het literatuuroverzicht van hoofdstuk 2 kan hierin bijvoorbeeld een rol spelen. Alhoewel we tot de conclusie kwamen dat de moderne theorie van de kapitaalstructuur weinig relevant is voor kleine ondernemingen, speelt ze volgens Strauss en Corbin (1990, blz. 42) toch een rol in die zin dat ze *"a rich background of information [is] that "sensitizes" [the researcher] to what is going on with the phenomenon [the researcher] is studying"*. Bij de verdere analyse van de kwalitatieve gegevens worden, indien ze relevant blijken, determinanten, concepten of financieringsstrategieën uit de bestaande literatuur overgenomen en verder uitgewerkt, vertrekkende vanuit de context van de kleine onderneming. Het antwoord op de waarom-vraag zal dan gegeven worden vanuit de kwalitatieve gegevens, wat mogelijk (en waarschijnlijk) andere verklaringen zal opleveren dan datgene wat bekomen werd via overwegend abstracte kwantitatieve modellen.

Het *kader*, waarover hierboven reeds werd gesproken, werd opgesteld vanuit een belangenpartijenperspectief. De theoretische literatuur die binnen dit kader geplaatst wordt, wordt 'ontleend' aan diverse aanverwante domeinen van de kapitaalstructuurtheorie zoals bijvoorbeeld de kredietrantsoeneringstheorie en de theorie van het handelskrediet. Samen met de bestaande kapitaalstructuurtheorieën vormen zij de basis om de kwalitatieve gegevens op een zinvolle manier te helpen interpreteren.



Figuur 3.1 : Theorieontwikkelingsproces (aangepast op basis van Yin (1994))

(b) Selectie van de cases.

Voor het casestudy-ontwerp werd voor een *"embedded multiple case design"* gekozen. Meerdere cases zijn noodzakelijk gezien het doel van de studie nl. theorievorming. Eisenhardt (1989) merkt in dit verband op dat in het kader van theorievorming een aantal van minimaal 4 cases aan te raden is. Met minder dan 4 cases is het moeilijk om theorie te genereren met voldoende complexiteit. Bovendien is de empirische grondslag van de theorie in dat geval te beperkt. Omdat de invloed van de verschillende belangenpartijen wordt bestudeerd, hebben we meerdere analyse-eenheden in deze studie.

Vooraleer de eigenlijke cases werden onderzocht werd een *pilot casestudy* uitgevoerd. Uit de top 500 van de Limburgse ondernemingen werden een aantal cases geselecteerd waarin de verschillende aspecten van het onderzoek aan bod konden komen. Van de vooropgestelde ondernemingen werd tenslotte één onderneming bereid gevonden om mee te werken aan het onderzoek.

Op basis van deze pilot case werd de vragenlijst aangepast en in haar definitieve vorm gegoten. Bovendien werd beslist een beroep te doen op het N.C.M.V.[3] om een vlottere toegang te krijgen tot de geselecteerde kleine ondernemingen. De zoektocht naar een geschikte pilot case bleek een tijdrovende bezigheid te zijn omdat de meeste ondernemingen niet bereid waren om mee te werken aan het onderzoek. De hulp van het N.C.M.V. bleek nadien ook onmisbaar om tot een juiste case selectie te komen omdat de cases op basis van kwalitatieve criteria werden gekozen waarvoor interne informatie vereist was.

Voor de selectie van de eigenlijke cases werd een theoretische steekproeftrekking gebruikt. De cases worden niet gebruikt voor statistische maar voor theoretische doeleinden. Het doel van dit casestudy-onderzoek is immers in eerste instantie het ontwikkelen van theorie. Daarom dat een theoretische steekproeftrekking de voorkeur verdient op een statistische (random) steekproeftrekking (Yin, 1994). Eisenhardt (1989, blz. 537) verstaat onder theoretische steekproeftrekking het kiezen van cases *"to replicate previous cases or extend emergent theory, or to fill theoretical categories and provide examples of polar types."*

De keuze van de cases gebeurde op basis van de kwalitatieve criteria zoals beschreven in hoofdstuk 1. Verder werd geselecteerd zowel op basis van replicatie als tegenstelling. Omdat de ondernemer centraal staat in het kader werd dit criterium op de ondernemer toegepast. Er werd daarom gekozen om verschil-

[3] Het N.C.M.V. (Nationaal Christelijk Middenstandsverbond) is een organisatie die voornamelijk bedrijfseconomische diensten (startersservice, bedrijfsadvies, boekhoudkundige diensten, sociale verzekering, belangenbehartiging, ...) aanbiedt aan haar leden, de zelfstandige ondernemers.

lende tegengestelde types te selecteren en van elk type[4] ondernemer minstens twee personen te selecteren.

Tabel 3.1

Kenmerkende gegevens van de cases voor de selectiecriteria (Situatie boekjaar 1995).

	Kenmerkende gegevens van de ondernemer(s)	Levenscyclusfase van de onderneming	Grootte van de onderneming (omzet in BEF)
Case 1	Familiebedrijf : meerdere ondernemers HO.T en HO.E.	Maturiteitsfase	100 MIO ↔ 200 MIO
Case 2	Familiebedrijf : meerdere ondernemers. LO.T	Groeifase (snelle groei)	50 MIO ↔ 100 MIO
Case 3	Familiebedrijf met meerdere ondernemers LO.T.	Maturiteitsfase	200 MIO ↔ 400 MIO
Case 4	Niet-familiebedrijf : meerdere ondernemers HO.T + relevante ervaring.	Late start- en groeifase : snelle groeier	100 MIO ↔ 200 MIO
Case 5	Niet-familiebedrijf : één ondernemer HO.E	Groeifase : trage groeier	200 MIO ↔ 400 MIO
Case 6	Niet-familiebedrijf : meerdere ondernemers. LO.T en LO.E	Maturiteitsfase	50 MIO ↔ 100 MIO
Case 7	Niet-familiebedrijf : één ondernemer HO.E	Vroege groeifase	100 MIO ↔ 200 MIO
Case 8	Niet-familiebedrijf : meerdere ondernemers. HO.T.	Maturiteitsfase	100 MIO ↔ 200 MIO
Case 9	Familiebedrijf : één ondernemer en opvolgers LO.T.	Maturiteitsfase	100 MIO ↔ 200 MIO
Case 10	Familiebedrijf : verschillende familieleden. HO.T en LO.E	Groeifase	200 MIO ↔ 400 MIO

HO : hogere opleiding (universitair) E : economisch
LO : lagere opleiding T : technisch

Vervolgens werden ondernemingen geselecteerd uit de verschillende fasen van de levenscyclus van ondernemingen waarbij een drieledige indeling werd gehanteerd : ondernemingen in de startfase, onderne-

[4] Met type ondernemer wordt geen indeling bedoeld zoals bijvoorbeeld de 8-voudige indeling van Vesper (1990, blz. 2-8). Een dergelijke indeling kan niet gehanteerd worden omdat er onvoldoende voorkennis over de ondernemer beschikbaar was om tot een juiste classificatie te komen. Bovendien lijkt een dergelijke indeling niet relevant in het kader van dit onderzoek. Kenmerken van de ondernemer die wel relevant lijken zijn onder meer het opleidingsniveau en de ervaring van de ondernemer. Omdat a priori verondersteld wordt dat het opleidingsniveau één van de belangrijkste invloeden zal hebben, wordt dit kenmerk in eerste instantie gebruikt om de ondernemer te typeren.

mingen in een groeifase en ondernemingen in de maturiteitsfase. Om de ondernemingen te kunnen classificeren in één van deze drie categorieën werd het groeipatroon gedurende de laatste 6 jaren bestudeerd. Als groeimaatstaven werden de omzet, het balanstotaal en de bruto-exploitatiemarge gebruikt. Deze informatie werd nadien getoetst aan de informatie verkregen uit de interviews zodat een juister beeld werd verkregen over de groeifase waarin iedere onderneming zich bevond. Verder werden ondernemingen uit verschillende sectoren en met een verschillende grootte geselecteerd. Een overzicht van de belangrijkste kenmerken[5] van de cases is in tabel 3.1 opgenomen.

Door de delicaatheid van het onderwerp en de traditionele terughoudendheid van de ondernemers om hierover te praten werden de cases gekozen in samenspraak met CTB KMO-Bedrijfsadviseurs[6], de bedrijfsadviesdienst van het N.C.M.V. Met behulp van een introductiebrief van CTB werd het merendeel van de gecontacteerde ondernemingen snel bereid gevonden om mee te werken aan het onderzoek. Voor het onderzoek werden uiteindelijk 10 ondernemingen geselecteerd. Dit aantal is volgens Eisenhardt (1989) ruim voldoende om een goede casestudy uit te voeren. Meer dan 10 cases zou te veel gegevens opleveren zodat het onderzoek te complex wordt. De grootte van de geselecteerde ondernemingen kan gesitueerd worden tussen de 50 en de 400 miljoen BEF omzet en 20 en 200 miljoen BEF balanstotaal.

(c) Gegevensverzameling.

De nodige gegevens werden bekomen door twee verschillende gegevensverzamelingstechnieken te combineren. Er werden vier verschillende soorten bronnen geraadpleegd. Eerst werd de financiële verantwoordelijke (meestal één van de ondernemers) geïnterviewd. Het individuele casestudyrapport van iedere onderneming werd daarna van commentaar voorzien door het diensthoofd van CTB. Dit was nodig om de gegevens op hun juistheid te controleren en om bepaalde resultaten vanuit een ander perspectief te bekijken. Deze gegevens werden gecombineerd met de resultaten uit een documentanalyse waarbij de gepubliceerde jaarrekeningen en artikels uit de pers over de betreffende onderneming werden gebruikt. Deze *triangulatie* van verschillende dataverzamelingsmethoden en bronnen creëert de informatie en verhoogt de constructvaliditeit van het onderzoek.

De belangrijkste casestudy-informatiebron zijn de interviews met de ondernemers. De interviews zijn van het type *focused interview* (Yin, 1994). Focused interviews zijn open van aard doch omwille van de

---

[5] Omwille van de vertrouwelijkheid van de gegevens werden alle gegevens verwijderd die tot een identificatie van de betreffende case zouden kunnen leiden

[6] Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat het merendeel van de gekozen ondernemingen geen gebruik maakt van de diensten van C.T.B. Mocht dit wel het geval zijn geweest, dan zou dit voor een vertekening in de resultaten kunnen zorgen.

beperkte duur van ieder interview (1,5 tot 2 uur) wordt het interview gevoerd aan de hand van een aantal gerichte vragen. Om vertekening in de antwoorden van de respondenten te voorkomen werd gevraagd om commentaar te leveren bij verschillende topics over het financieringsgebeuren binnen de onderneming. Er werd getracht om in de mate van het mogelijke suggererende vragen te vermijden. Daarom werd zo weinig mogelijk uitleg bij de vragen of topics gegeven. Wanneer werd afgeweken van de betreffende topic of indien niet genoeg informatie werd gegeven, werden bijkomende vragen gesteld met een zeer algemeen karakter. Met uitzondering van één interview (weigering) werden alle interviews op band opgenomen.

Bij de analyse van gegevens uit de interviews en de externe bronnen, en nadat het casestudyrapport van commentaar werd voorzien door het diensthoofd van C.T.B. werd per case een opmerkingenlijst gecreëerd bestaande uit hiaten in de gegevens, inconsistenties tussen interview en jaarrekening en topics die niet voldoende uitgediept bleken. Op basis van deze opmerkingenlijst werd een tweede vragenlijst opgesteld, bestaande uit een algemeen deel en een ondernemingsspecifiek deel. Deze vragenlijst vormde de basis voor een tweede interview, meestal met dezelfde gesprekspartner, ongeveer één jaar na het eerste. Dit interview was eveneens van het type focused interview doch de vragenlijst werd strikter gevolgd dan bij het eerste interview. De resultaten van deze interviewronde werden eveneens besproken met het diensthoofd van C.T.B. Tijdens de tweede interviewronde haakte case 2 af omdat de respondent (één van de ondernemers) het bedrijf verlaten had.

Nadat voor alle ondernemingen de definitieve gegevens waren verzameld, werd de voorbereiding van de bankinterviews gestart. Bankfinanciering is de eerste financieringsbron voor kleine ondernemingen wanneer het intern vermogen niet voldoende is. De banken bepalen in grote mate de maximale schuldcapaciteit van de onderneming zodat het noodzakelijk was in het kader van deze studie om na te gaan welke factoren van belang zijn vanuit een aanbodstandpunt van schuldfinanciering en in welke mate ze een invloed hebben op de schuldcapaciteit van de onderneming. Daarom werden ook enkele bankiers geïnterviewd. Dit deel van het onderzoek gebeurde in twee fasen. In een eerste fase werden 3 anonieme, beknopte kredietdossiers[7], gekozen uit de 10 cases, voorgelegd aan een risicoanalyst en een relatiebeheerder van éénzelfde bank.

Deze benadering werd gekozen als 'second best' omdat inzage in de echte kredietdossiers bij de banken van de ondernemingen niet mogelijk bleek wegens het bankgeheim. Op basis van de drie kredietanalyses werd een inzicht verkregen in de factoren die een rol spelen bij het al of niet toekennen van het krediet.

---

[7] Er werden slechts 3 dossiers opgesteld omdat niet elke onderneming een beroep deed op bankkredieten en omdat het goed analyseren van een kredietdossier een tijdrovende bezigheid is zodat 3 dossiers het maximum uitvoerbaar aantal was.

Wanneer de eindconclusie van de kredietanalyse niet overeenstemde met de uitkomst van de kredietaanvraag dan werd gepeild naar de mogelijke oorzaken. Op basis van deze informatie werd een vragenlijst opgesteld die werd voorgelegd aan nog twee andere bankiers. Zo werd een goed inzicht verkregen in de financieringsbeperkingen van de aanbodszijde waarmee een kleine onderneming kan geconfronteerd worden.

(d) Gegevensanalyse.

De bekomen gegevens werden op twee manieren geanalyseerd. Eerst werd een analyse per case uitgevoerd (fase 2). Deze analyse mondde uit in het individuele casestudyrapport. De bedoeling van dit individueel casestudyrapport was vertrouwd te geraken met iedere case als alleenstaande entiteit. De volgende stap was een doorsnedeanalyse van de cases (fase 3). Om deze analyse uit te voeren werd een *pattern matching logic* (Yin, 1994) gevolgd waarbij gezocht werd naar cross-case patronen.

Een algemeen probleem bij het uitvoeren van een kwalitatieve studie is de overvloed van gegevens waarmee de onderzoeker geconfronteerd wordt. Om tot een efficiënte datareductie te komen werden verschillende technieken gehanteerd. Eerst werd gebruik gemaakt van een (beknopt) *voorgestructureerd casestudy-ontwerp* (Miles en Huberman, 1994). Om de vragenlijst en de uitgeschreven interviews te structureren werd voornamelijk gebruik gemaakt de studie van Donckels e.a. (1987) (zie tabel 3.2).

Tabel 3.2

Beknopt voorgestructureerd casestudy-ontwerp.

1. Voorstelling van de onderneming.
2. Doelstellingen en planning binnen de onderneming.
3. Eigendomsstructuur.
4. Algemene aspecten van het financieel management en het investeringsbeleid.
5. De ondernemer (persoon, opvattingen en motivaties).
6. De relatie met de bankiers.
7. Reserveringspolitiek en dividendbeleid.
8. Keuze kapitaalstructuur en financieringsbronnen
9. Risicokapitaal
10. Overheid

Om de uitgeschreven interviews op een betekenisvolle manier te analyseren en te ontleden werd gebruik

gemaakt van *codering*. Codering wordt door Miles en Huberman (1994, blz. 56) gedefinieerd als "*tags or labels for assigning units of meaning to the descriptive or inferential information compiled during a study*". Vooraleer het coderingsproces te beginnen werd een startlijst van codes opgesteld. Deze startlijst kan volgens Miles en Huberman opgesteld worden vanuit het conceptueel kader, de onderzoeksvragen, de hypothesen, de probleemgebieden of de sleutelvariabelen die de onderzoeker beschouwt in zijn studie.

In dit onderzoek werd gekozen om de startcodes op te bouwen uit twee delen : de vier afhankelijke variabelen als "*mastercode*" en de determinanten als "*subcode*". Deze determinanten werden geselecteerd uit empirische studies waar ze naar voor kwamen als relevante empirische determinanten in de context van kleine ondernemingen (Van der Wijst, 1989, Sherr, Sugrue en Ward, 1993, Van der Wijst en Thurik, 1993, Chittenden, Hall en Hutchinson, 1996). Voor de determinanten van het leverancierskrediet werd gebruik gemaakt van de studie van Petersen en Rajan (1997).

Tabel 3.3

Startlijst met codes

Te verklaren variabele	Mastercode
Kortetermijnbankschulden	VVKT
Langetermijnbankschulden	VVLT
Eigen vermogen	SOLV
Leverancierskrediet	LEV
Determinant	**Subcode**
Groei	/GR
Matching	/MATCH
Grootte	/GROOTTE
Rentabiliteit	/RENT
Risico	/RISK
Kennis van kostprijs	/KENNIS
Relatie met leveranciers of bankiers	/RELATIE
Aanbod van leverancierskrediet*	/AANBOD

* Enkel van toepassing op het leverancierskrediet.

De startlijst met codes werd opgenomen in tabel 3.3. Tijdens het coderingsproces werd de oorspronkelijke lijst met codes aangepast op basis van de veldervaringen. Codes werden verder opgesplitst in subcodes

wanneer de veelheid aan gegevens dit vereiste. Het coderingsproces werd beëindigd wanneer alle relevante gegevens geclassificeerd waren en voldoende regulariteiten werden onderscheiden (Miles en Huberman, 1994).

De eigenlijke analyse van de cases gebeurde in twee fasen. De eerste analyse werd onmiddellijk na de eerste interviewronde uitgevoerd. Er werden 26 categorieën gegevens geselecteerd uit de individuele case rapporten. Deze gegevens werden in een meta-matrix ondergebracht (opgenomen in bijlage 1) die de basis vormde van de cross-case analyse (Miles en Huberman, 1994). Daarnaast werd voor iedere case een *causaal netwerk* opgesteld op basis van de gecodeerde gegevens, waarin de afhankelijke variabelen en de determinanten werden opgenomen. Op basis van deze individuele causale netwerken werd een cross-case causaal netwerk (zie bijlage 2) opgesteld. Een cross-case causaal netwerk is een vergelijkende analyse van alle ondernemingen in de steekproef. Het netwerk bestaat uit variabelen die de belangrijkste invloed blijken te hebben op de afhankelijke variabelen (Miles en Huberman, 1994). Uit de individuele netwerken wordt telkens de variabelenstroom afgeleid die quasi-identiek is voor iedere case of die op een consistente manier verschilt van iedere case. De achterliggende idee is de creatie van een meta-netwerk dat overeenkomt met de individuele causale netwerken waaruit het is afgeleid (Miles en Huberman, 1994). Met behulp van de matrix en het causaal netwerk werd gezocht naar gelijkenissen binnen groepen van ondernemingen en verschillen tussen groepen van ondernemingen. De gevonden patronen in de gegevens werden dan teruggekoppeld naar de theorie[8] waarna een set van hypothesen werd opgesteld. De gevonden relaties tussen variabelen werden daarna getoetst aan iedere individuele case. Deze werkwijze wordt door Eisenhardt (1989) voorgesteld. Soms werd daardoor een relatie bevestigd, terwijl ze anders werd herzien, of zelfs verworpen wegens onvoldoende bewijs.

Iedere case werd achteraf als controle gebruikt om de hypothesen te bevestigen of te verwerpen. De achterliggende gedachte is de replicatielogica (Yin, 1994), een proces waarin cases die de gevonden relaties bevestigen, de interne validiteit van de relaties versterken. Cases die de relaties niet bevestigen vormen in dit geval vaak een opportuniteit om de theorie te verfijnen of uit te breiden.

De tweede analysefase vond plaats nadat de volledige gegevensverzameling (interviews met de ondernemers, interviews met bankiers, analyse van geschreven bronnen) afgerond was. Hierbij werd een andere analysestrategie gebruikt dan tijdens de eerste ronde. Waar tijdens de eerste analyseronde gezocht werd naar gelijkenissen en verschillen tussen en binnen groepen van ondernemingen, zo werden nu *paren van cases* geanalyseerd waarbij de verschillen en gelijkenissen tussen iedere case werden geanalyseerd. Deze

[8] Zie ook punt (e) : Aanpassing van de bestaande theorie.

werkwijze laat toe de gevonden relaties te verfijnen en te komen tot een beter begrip van het waarom. De uiteindelijke analyse leverde een *cross-case causaal netwerk* (Miles en Huberman, 1994) op.

(e) Aanpassing van de bestaande theorie.

Tegelijkertijd met het uitvoeren van de casestudy's werd een overzicht opgesteld van de bestaande theorieën waarbij het initiële kader als leidraad diende. Deze theorie werd met de bevindingen uit de cases geconfronteerd. De aandacht werd hier niet enkel toegespitst op het bevestigen van bestaande inzichten maar ook op het zoeken naar tegenstellingen tussen theorie en cases.

Het belang van de vergelijking met bestaande theorie wordt door verschillende auteurs sterk benadrukt (vb. Eisenhardt, 1989, Yin, 1994). Deze stap is volgens Eisenhardt zelfs cruciaal wanneer men aan nieuwe theorievorming wil doen omdat men slechts met een beperkt aantal cases werkt. Men krijgt hierdoor een theorie met een sterkere interne validiteit en een grotere generaliseerbaarheid.

3.2.3 Generaliseerbaarheid, validiteit en betrouwbaarheid.

(a) Generaliseerbaarheid van casestudy-onderzoek.

Wanneer men de casestudymethode gebruikt, generaliseert men vertrekkende van één of meerdere cases. Deze werkwijze vormt regelmatig het mikpunt van kritiek omdat men meent dat één of meerdere cases slechts kunnen leiden tot een (zeer) beperkt niveau van generaliseerbaarheid. Nochtans is dit niet zo omdat er verschillende typen van generaliseerbaarheid bestaan. Het type generaliseerbaarheid dat bereikt wordt bij de casestudymethode is de *analytische generaliseerbaarheid* (Yin, 1994). Dit type van generaliseerbaarheid plaatst Yin tegenover de *statistische generaliseerbaarheid.* Bij statistische generalisatie trekt men conclusies over een populatie op basis van een steekproef. Dit type van generaliseerbaarheid is het meest gekend omdat onderzoekers de beschikking hebben over formules waarmee de betrouwbaarheid van de generalisatie kan bepaald worden.

Wanneer men statistische generalisatie nastreeft bij de casestudymethode dan maakt men een grote fout. Dit komt volgens Yin door het feit dat de onderzochte cases geen 'steekproefeenheden' zijn en ook niet zo mogen gekozen worden. Daarom spreekt men bij casestudy's over analytische generaliseerbaarheid wat betekent dat een reeds bestaande theorie gebruikt wordt als een vergelijkingspunt waarmee de empirische resultaten van de cases worden vergeleken. Analytische generaliseerbaarheid wordt bereikt door *replicatie* na te streven. De empirische resultaten winnen aan bewijskracht wanneer twee of meer cases dezelfde theorie ondersteunen terwijl een andere rivaliserende theorie niet ondersteund wordt.

De casestudymethode is net als andere onderzoeksmethoden onderworpen aan de kwaliteitscriteria van onderzoek zoals validiteit en betrouwbaarheid. In wat volgt worden deze kwaliteitsvereisten verder uitgediept waarbij telkens beschreven wordt hoe hieraan werd voldaan in het kader van dit onderzoek.

(b) Constructvaliditeit.

Wanneer we de validiteit bestuderen, kunnen we deze opsplitsen in constructvaliditeit (ook wel begripsvaliditeit genoemd), de interne validiteit en de externe validiteit. De *constructvaliditeit* van een handelswijze wordt door Smaling (1992) gedefinieerd als *"de kwaliteit van de door die handelswijze geïmpliceerde conceptualisering of operationalisering van het betrokken begrip"*. Dit betekent dat we correcte operationele maatstaven moeten gebruiken voor de concepten die bestudeerd worden. Om de constructvaliditeit te verbeteren kunnen verschillende strategieën gevolgd worden. In deze studie wordt de constructvaliditeit gewaarborgd door meerdere informatiebronnen te raadplegen (triangulatie). De informatie werd verzameld door meerdere diepte-interviews af te nemen van de financieel verantwoordelijke van de geselecteerde ondernemingen en diverse banken. Deze informatie werd aangevuld met gegevens uit de jaarrekening en artikels die gevonden werden over de betreffende onderneming op de CD-rom van de Financieel Economische Tijd. Tenslotte werd ook een interview afgenomen van de consultant die de cases heeft helpen selecteren waarbij hij de casestudyrapporten van kritisch commentaar voorzag.

Verder werd getracht een duidelijke "*chain of evidence*" (Yin, 1994) te creëren waarbij de link werd gelegd tussen de gestelde vragen, de gegevens die verzameld werden en de conclusies die op basis van deze gegevens werden getrokken.

(c) Interne validiteit.

De *interne validiteit* wordt gewaarborgd wanneer de juiste causale verbanden worden aangegeven. Om deze interne validiteit te waarborgen werden een aantal maatregelen genomen. Volgens Yin (1994) kan de interne validiteit het best gewaarborgd worden door eerst een grondige analyse per case (*"within-case analysis"*) uit te voeren, en daarna een analyse doorheen de verschillende cases (*"cross-case pattern matching"*). Om hieraan tegemoet te komen wordt de procedure gevolgd die door Parkhe (1993) wordt voorgesteld : vertrek van een initiële case, vergelijk deze met een case met voornamelijk vergelijkbare kenmerken en enkele verschillende kenmerken (="*literal replication*"). Vergelijk deze resultaten vervolgens met cases waar men het tegenovergestelde verwacht op basis van voorspelbare redenen (="*theoretical replication*").

Een ander middel om de interne validiteit te verhogen bestaat er volgens Yin in om steeds te zoeken naar de juiste verklaring voor de gevonden relaties tussen variabelen : men creëert hypothesen door te zoeken

naar bewijzen voor het 'waarom' achter de causale relaties. Dit kan men concreet maken door de gegevens te verbinden met de theorie die men creëert, d.w.z. dat er steeds getracht wordt alternatieve hypothesen en verklaringen te verwerpen. Het zoeken naar een antwoord op de waarom-vraag is volgens Whetten (1989) één van de essentiële elementen van een theoretische bijdrage. Whetten (1989, blz. 491) stelt dat *"we must make sure that what is passing as good theory includes a plausible, cogent explanation for why we should expect certain relationships in our data"*.

(d) Externe validiteit.

Aan het kwaliteitscriterium van de *externe validiteit* wordt voldaan door precies het domein te bepalen tot waar de conclusies kunnen gegeneraliseerd worden. De generaliseerbaarheid van de resultaten werd reeds voorheen besproken. In casestudy-onderzoek wordt gestreefd naar analytische generaliseerbaarheid wat betekent dat de resultaten van een studie gegeneraliseerd worden tot een bredere theorie. Dit is totaal verschillend van de 'statistische generaliseerbaarheid' waarbij steekproefresultaten worden gegeneraliseerd tot een grotere populatie. Men kan dus zeker niet spreken van een analogie tussen beide typen generaliseerbaarheid. Om aan de voorwaarde van externe validiteit te voldoen wordt gebruik gemaakt van replicatielogica bij de keuze van de cases. Dit betekent dat de cases niet ad random gekozen worden maar op basis van theoretische overwegingen. Verder kan een vergelijking van de resultaten met de voor handen zijnde literatuur, waarbij er gezocht wordt naar overeenkomsten en verschillen, ook bijdragen tot de externe validiteit (Parkhe, 1993).

(e) Betrouwbaarheid.

De *betrouwbaarheid* van de studie betekent dat, wanneer een andere onderzoeker exact dezelfde procedures volgt, hij tot precies dezelfde conclusies zou moeten komen. Om aan deze kwaliteitsvereiste te voldoen werd een casestudyprotocol uitgewerkt. Verder werd een casestudydatabase aangelegd. Deze casestudydatabase bevat de tapes met de interviews, de uitgeschreven interviews, de jaarrekeningen, de bemerkingen van de consultant, aantekeningen bij de analyses, de persartikels en de meta-matrix met de 26 categorieën.

Door de verschillende methodologische aspecten en de procedure uitvoerig weer te geven en een casestudydatabase te creëren moet een externe onderzoeker in staat zijn om het onderzoek over te doen en de mate waarin aan de kwaliteitscriteria is voldaan te beoordelen.

3.2.4 Beperkingen van het onderzoek.

De opzet van deze studie is erg breed en moet dan ook beperkt worden in verschillende opzichten. Hierna worden de beperkingen van het onderzoek besproken.

Vooreerst is er het uitgangspunt van de studie nl. het belangenpartijenperspectief. Dit brede uitgangspunt heeft een belangrijke invloed op de aard van de literatuurstudie. De literatuurstudie die gebruikt wordt in dit casestudy-onderzoek werd ontleend aan diverse aanverwante domeinen. Omdat anders de literatuur-studie te omvangrijk zou worden, werden uit ieder domein enkel de belangrijkste bijdragen gebruikt waarbij een belangrijk keuzecriterium de mogelijke relevantie voor kleine ondernemingen was. De literatuurstudie mag daarom zeker niet als volledig beschouwd worden. Verder onderzoek zou zich kunnen toespitsen op de relatie met één van de beschreven belangenpartijen. (Zo is het domein van de relatie met de banken en hun invloed op de kapitaalstructuur een interessant onderzoeksdomein dat in verder onderzoek uitgediept kan worden.)

Een tweede beperking betreft de realiteit van de kleine onderneming. De financieringskeuze wordt bestudeerd binnen de sociale context. Doch een sociaal systeem is volgens Ryan e.a. (1993) geen natuurlijk fenomeen dat niet onafhankelijk van mensen kan beschouwd worden. Daarom dat de onderzoe-ker niet beschouwd kan worden als een neutrale, onafhankelijke observator omdat hij de sociale realiteit moet interpreteren. Casestudy's vertegenwoordigen aldus interpretaties van de sociale realiteit zodat een perfect objectieve casestudy een utopie is. Om de mogelijke *researcher bias* die hierdoor kan ontstaan te minimaliseren werden de casestudyrapporten van commentaar voorzien door de consultant, waarna de resultaten werden teruggekoppeld naar de ondernemers toe.

De sociale context in dit onderzoek is de financieel-economische context. Daarom werd gekozen om het onderzoek te beperken door enkel de aspecten in beschouwing te nemen die vanuit deze context relevant lijken. Verklaringen van financieringsgedrag vanuit een andere invalshoek dan de financieel-economische, bijvoorbeeld de psychologische, zou ons te ver leiden en worden daarom niet behandeld alhoewel het bestuderen van bepaalde fenomenen vanuit andere invalshoeken zeker een meerwaarde kan opleveren.

Een derde beperking vloeit voort uit de gebruikte methodologie. Wat we in realiteit zien is een interactie-spel tussen de ondernemer en de verschillende belangenpartijen. Hierbij is het zeer moeilijk de specifieke invloed van iedere partij op de kapitaalstructuur te bepalen. Zo kunnen we bijvoorbeeld wel peilen naar de voorkeuren en motivaties van de ondernemer doch we weten niet in welke mate deze reeds beïnvloed zijn door de perceptie van mogelijke financieringsbeperkingen die zich zouden kunnen voordoen. Voor dit

mogelijke probleem bestaat er geen kant-en-klaaroplossing. Wel werd er tijdens de interviews de nadruk op gelegd de eigen voorkeuren, verwachtingen en motivaties weer te geven ongeacht of men alles heeft kunnen realiseren wat men wilde of niet. Verder werd ook gepeild naar hoe de ondernemer de rol van de banken ziet in het financieringsproces. Op basis van deze gegevens konden toch vrij goed de individuele invloeden van de diverse belangenpartijen ingeschat worden.

Een vierde beperking hangt samen met de keuze van de cases. De informatie en de patronen die uit de cases kunnen gehaald worden, betekenen tegelijkertijd ook de beperking van het casestudy-onderzoek. Het onderzoek kan evenwel oneindig uitgebreid worden door nieuwe informatie te vergaren via bijkomende cases. Dit houdt evenwel in dat alle verklaringen slechts partieel zijn en vatbaar voor ontwikkelingen in de toekomst (Ryan e.a., 1993). Zo blijken bijvoorbeeld de geselecteerde ondernemingen weinig of geen gebruik te maken van bepaalde financieringsvormen. Er wordt onder meer weinig beroep gedaan op externe investeerders ('Business Angels', venture capitalists, investeringsmaatschappijen) zodat er ook minder aandacht kan besteed worden aan deze financieringsmogelijkheid.

3.3 Kapitaalstructuur[9] en de kleine onderneming : aanvullende theoretische inzichten.

In deze paragraaf worden de resultaten van het onderzoek weergegeven (zie figuur 3.1, fase 4 en 5). Er wordt een overzicht gegeven van de literatuur terzake, telkens gevolgd door de resultaten van de cases. Het kader waarbinnen dit gebeurt is het in fase 1 geschetste belangenpartijenperspectief.

Pogingen om het financieringsgebeuren in een (kleine) onderneming vanuit een ander perspectief te bekijken dan vanuit het financieel-economische *static trade-off* kader zijn niet nieuw. Zo bestuderen Barton en Gordon (1987) en Barton en Matthews (1989) het financieringsgebeuren vanuit een strategisch perspectief. Bij dit perspectief wordt vertrokken vanuit de doelstellingen, de risicoaversie en de interne beperkingen van de ondernemer en zijn onderneming. Barton en Gordon (1987) suggereren dat men met de volgende vier factoren rekening moet houden wanneer men de financieringsbeslissing in een (kleine) onderneming wil bestuderen :

- men moet kijken naar het gedrag op ondernemingsniveau.
- de kapitaalstructuurbeslissing komt tot stand in een opensysteemcontext : deze context houdt onder

[9] Binnen de moderne kapitaalstructuurtheorie wordt de kapitaalstructuur meestal gedefinieerd als de samenstelling van de verschillende financieringsbronnen, namelijk schulden en eigen vermogen. Wij bekijken de kapitaalstructuur breder waarbij we ons richten naar de belangrijkste financieringsbronnen voor kleine ondernemingen namelijk eigen vermogen, langetermijn- en kortetermijnbankkredieten en leverancierskrediet. Deze visie vloeit voort uit het belangenpartijenperspectief wat verder zal besproken worden.

meer in : de dynamische aard van de interactie van elementen binnen en buiten de onderneming, de flexibiliteit van het topmanagement en het gebruik van verschillende middelen om de gewenste einddoelen te bereiken

- de kapitaalstructuurbeslissing moet in overeenstemming zijn met het algemene ondernemingsplan : het topmanagement moet niet enkel rekening houden met de economische doelstellingen maar ook met de verschillende sociale en gedragsmatige doelstellingen.
- de kapitaalstructuurbeslissing reflecteert verschillende doelstellingen en contextuele factoren die niet allemaal een financiële grondslag hebben.

Volgens Barton en Gordon is de financieringsbeslissing het product, zowel van verschillende interne en externe factoren, als van de doelstellingen en de waarden van het management. Deze visie komt overeen met de reeds aangehaalde overtuiging dat nieuwe denkrichtingen moeten gevolgd worden die beter aansluiten bij de realiteit van de kleine onderneming. Doch in de uitwerking van deze visie naar de kleine onderneming toe, houden Barton en Matthews (1989) onvoldoende rekening met de invloed die de diverse belangenpartijen kunnen uitoefenen op de kapitaalstructuur. Ze geven wel aan dat de kapitaalstructuur tot stand komt in een opensysteemcontext doch men gaat niet verder in op de elementen van deze context. Hieraan wordt in dit hoofdstuk tegemoet gekomen door de analyse te voeren vanuit een belangenpartijenperspectief. Een belangenpartijenperspectief werd door Cornell en Shapiro (1987) reeds toegepast binnen de traditionele kapitaalstructuurtheorie. Cornell en Shapiro menen dat er buiten de traditionele belangenpartijen nog andere een belangrijke rol spelen bij het nemen van financieringsbeslissingen. Deze andere belangenpartijen hebben allemaal impliciete rechten ten opzichte van de onderneming. Dit argument gebruiken Cornell en Shapiro om een theorie te ontwikkelen waarin een onderneming haar netto organisationeel kapitaal (=de huidige nettowaarde van alle toekomstige rechten die de onderneming verwacht te verkopen) zal trachten te maximaliseren. (Zie ook hoofdstuk 2)

In dit hoofdstuk wordt de financiering van een kleine onderneming beschreven zoals ze is vanuit een belangenpartijenperspectief. Hierbij worden verbanden gelegd tussen het "managen" van de belangenpartijen en het bereiken van verschillende (financiële) doelstellingen (Donaldson en Preston, 1995). Concreet wordt er onderzocht in welke mate de onderneming rekening houdt met de (impliciete en expliciete rechten van de) belangenpartijen, de rechtstreekse invloed van de belangenpartijen zelf en de elementen uit de relatie die van invloed kunnen zijn op de kapitaalstructuur. De aandacht gaat in de analyse vooral uit naar de primaire belangenpartijen.[10]

---

[10] Met primaire belangenpartijen ("primary stakeholders") worden de belangenpartijen bedoeld die financieringsbeslissingen (helpen) nemen of het kapitaal verschaffen.

In het kader wordt vertrokken vanuit enkele veronderstellingen. In de eerste veronderstelling worden de basisideeën van Jensen en Meckling (1976) en Cornell en Shapiro (1987) gecombineerd. Dit betekent dat we de onderneming niet beschouwen als een zwarte doos maar als een knooppunt van contracten zoals beschreven in Jensen en Meckling (1976). Iedere onderneming heeft verschillende interne en externe belangenpartijen die rechtstreeks of onrechtstreeks een belangrijke invloed kunnen uitoefenen op de kapitaalstructuur. Voor een kleine onderneming zijn de banken meestal de belangrijkste belangenpartij omdat ze in grote mate de schuldcapaciteit van de kleine onderneming bepalen. De andere belangrijke belangenpartijen zijn de externe risicokapitaalverschaffers, de klanten en de leveranciers. Verder speelt ook de overheid een rol doordat ze bepaalde financieringsbronnen aantrekkelijk maakt door het geven van subsidies of fiscale voordelen.

De centrale figuur in het kader (figuur 3.1) is de ondernemer. Het is tenslotte de ondernemer die de financieringsbeslissing neemt. De externe belangenpartijen kunnen beperkingen opleggen aan de bereikbaarheid van bepaalde financieringsbronnen doch het blijft de ondernemer die beslist hoe hij zich wil financieren. Daarom begint het model met de analyse van de ondernemer, zijn gedragingen, verwachtingen, voorkeuren en motivaties. Verder worden de invloeden die de verschillende belangenpartijen hebben op de kapitaalstructuur geanalyseerd alsmede de beperkingen die zij kunnen opleggen aan de ondernemer.

De tweede veronderstelling heeft betrekking op de financieringsbeperkingen. Binnen de static trade-off theorie gaat men er van uit dat de optimale kapitaalstructuur steeds lager is dan de schuldcapaciteit van de onderneming. Dit feit werd formeel afgeleid door onder meer Van der Wijst (1989). Dit betekent dat in een theoretische wereld de keuze van de kapitaalstructuur volledig gebeurt door het management zelf. Het management zal de diverse agentschaps- en faillissementskosten in beschouwing nemen en afwegen tegenover de voordelen van schuldfinanciering om tot een optimale verhouding schulden/eigen vermogen te komen, die steeds lager ligt dan de schuldcapaciteit.

Dit argument werd echter afgeleid vanuit het standpunt van een waardemaximaliserende onderneming zodat de praktische waarde ervan in vraag gesteld kan worden. Uit de realiteit blijkt immers dat het financieringsgebeuren van kleine ondernemingen gekenmerkt wordt door liquiditeits- en financieringsbeperkingen (Evans en Jovanovic, 1989). De problemen die kleine ondernemingen ondervinden om hun investeringsprojecten te financieren worden traditioneel toegeschreven aan de zogenaamde '*financierings-*

kloof[11]. De *perceptie* van een financieringskloof ontstaat bij kleine ondernemingen wanneer hun investeringsprojecten met een significante positieve netto contante waarde niet kunnen uitgevoerd worden omdat er geen financieringsmiddelen kunnen verkregen worden of omdat ze ontevreden zijn over de termijnen en de voorwaarden verbonden aan schuldfinanciering (Keasey en Watson, 1993, Binks, Ennew en Reed, 1992). De financieringsbeperkingen die aan de basis liggen van deze financieringskloof kunnen ingedeeld worden in financieringsbeperkingen van de aanbodszijde en van de vraagzijde. *Financieringsbeperkingen van de aanbodszijde* zouden de oorzaak zijn van een 'aanbodskloof' en kunnen gedefinieerd worden als imperfecties van de kapitaalmarkt die leiden tot een sociaal incorrect aanbod van fondsen voor projecten of een incorrecte aanrekening van een interestvoet (Cressy en Olofsson, 1997, blz. 89). Deze financieringsbeperkingen kunnen niet beheerst worden door de kleine onderneming.

Daarnaast bestaan er nog *financieringsbeperkingen van de vraagzijde* die gedefinieerd kunnen worden als imperfecties van de kapitaalmarkt waarbij het voorkomen voor de onderneming beïnvloed wordt door een interne factor van de onderneming (Cressy en Olofsson, 1997, blz. 89). Deze interne factor kan verschillende vormen aannemen. Vooreerst kan er een aversie voor externe investeerders bestaan. De eigenaar-managers van kleine ondernemingen hebben immers dikwijls als één van de belangrijkste doelstellingen de autonomie van de onderneming te behouden. De redenen hiervoor kunnen van diverse aard zijn. Een eerste reden heeft te maken met het onbekend zijn met de verschillende financieringsmogelijkheden via extern eigen vermogen. Verder kan de angst om de controle over de onderneming te verliezen een grote rol spelen. In de meeste kleine ondernemingen zullen deze twee factoren tezamen een rol spelen. Men wil geen externe kapitaalverschaffers in de onderneming hetzij bankiers, hetzij externe aandeelhouders (zelfs geen minderheidsaandeelhouders) omdat men op voorhand vreest dat deze partijen zich zullen mengen in het beleid van de onderneming zodat men niet de minste moeite doet om zich grondig te informeren over de verschillende externe financieringsmogelijkheden. Daarbuiten kunnen ook winstmotieven externe investeerders buitenhouden. Men wil de eventuele winst die zou gerealiseerd worden voor zichzelf houden en niet delen met externe partijen.

Naast de aversie voor de externe investeerders kan er ook een zogenaamde 'kenniskloof' bestaan (Holmes en Kent, 1991). Het managementteam in een kleine onderneming, meestal bestaande uit de eigenaar-

[11] De discussie omtrent het bestaan van een financieringskloof begint volgens McMahon e.a. (1993) bij het verschijnen van het rapport van het McMillan Committee of Inquiry into Finance and Industry (U.K.) in 1931. In dit rapport wordt de financieringskloof gedefinieerd als "een situatie waarin een kleine onderneming tot een fase gegroeid is waarin het maximaal gebruik maakt van kortetermijn- en interne financieringsbronnen, maar waarbij het nog niet de fase bereikt heeft waarin men langetermijnfinanciering verkrijgt van de kapitaalmarkt". Sindsdien zijn er verschillende nieuwe vormen van de financieringskloof ontstaan die, alhoewel ze telkens anders gedefinieerd worden, toch onder de algemene noemer van financieringskloof worden opgenomen. De definitie zoals ze in de tekst is opgenomen is de huidige definitie van de financieringskloof zoals ze in de literatuur van de KMO-financiering wordt gedefinieerd.

manager, mist vaak de nodige ervaring en expertise op het managementdomein. De kennis van de verschillende financieringsbronnen en hun relatieve voor- en nadelen is dan ook vaak beperkt. Dit wordt bovendien in de hand gewerkt door de opkomst van nieuwe bankproducten (vb. de financiering van investeringen via roll-overkredieten) en de recente evoluties op beursgebied (vb. Easdaq, Euro-NM, PRIVAK). Zo blijkt uit een studie van Donckels e.a. (1987) dat van de elf verschillende kredietvormen op korte termijn die werden voorgelegd aan de respondenten er slechts drie relatief goed gekend waren. Vergelijkbare resultaten vond men voor de kennis en het gebruik van de dienstverlening vanwege de financiële instellingen. Volgens Keasey en Watson (1993) doet het merendeel van de kleine ondernemingen steeds een beroep op de bank wanneer ze externe financiering nodig heeft. De beperkte financiële kennis en de onwil om de eventuele beperkingen op de autonomie te aanvaarden die externe financieringsbronnen met zich meebrengen zijn gedeeltelijk verantwoordelijk voor de perceptie van een financieringskloof. In het casestudy-onderzoek zullen we zowel met de financieringsbeperkingen van vraag- als aanbodszijde rekening houden.

In het verdere verloop van deze paragraaf worden de resultaten van het casestudy-onderzoek gepresenteerd (zie fase 4 en 5, figuur 1). Achtereenvolgens worden de ondernemer en de verschillende belangenpartijen besproken (zie figuur 1, fase 1 : het kader met de belangenpartijen) waarbij iedere paragraaf wordt opgedeeld in 'theoretische beschouwingen' en 'conclusies uit de cases'. De conclusies uit de cases worden vertaald in hypothesen[12]. In de laatste paragraaf van dit deel wordt een samenvatting gegeven van de belangrijkste conclusies. Vooraleer we overstappen naar het eigenlijke analysekader met de verschillende belangenpartijen wordt eerst de dynamische dimensie van de financieringsproblematiek in kleine ondernemingen besproken.

3.3.1 Dynamische dimensie.

3.3.1.1 Theoretische beschouwingen.

De financieringsproblematiek in kleine ondernemingen is geen statisch doch een dynamisch probleem. Naargelang de groeifase waarin een onderneming zich bevindt zullen telkens andere financieringsproblemen opduiken die een aangepaste oplossing vergen (Voor een overzicht, zie McMahon e.a., 1993, blz. 156-168). Scott en Bruce (1987) creëerden een groeifasenmodel, gebaseerd op het vijffasenmodel van Churchill en Lewis (1983). De belangrijkste financieringsbron verschilt volgens Scott en Bruce doorheen de vijf fasen. In de eerste fase, de opstartfase zal de starter vooral een beroep doen op zijn eigen kapitaal

[12] Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen hypothesen en proposities. Een propositie is een algemene uitspraak over feiten die "gefundeerd" zitten in de gegevens (Taylor en Bogdan, 1984) terwijl hypothesen als verbanden tussen meetbare variabelen worden geformuleerd (Whetten, 1989).

en dat van zijn familie of vrienden. Verder zijn de belangrijkste financieringsbronnen de leveranciers en leasing. In de tweede fase, de overlevingsfase komt hier nog bankfinanciering bij, dat vooral uit kaskrediet en andere kortetermijnleningen bestaat. Het leverancierskrediet krijgt uitbreiding door de bewezen kredietwaardigheid ten opzichte van de leveranciers. In de derde fase, de groeifase, is de financieringsproblematiek één van de belangrijkste aandachtspunten voor het management. De autofinanciering volstaat meestal niet om de groei te financieren. Er moet noodgedwongen een beroep gedaan worden op meer langetermijnbankfinanciering of extern risicokapitaal. De mate waarin men een beroep wil of kan doen op deze externe financieringsbronnen, zal in grote mate bepalen hoe snel de onderneming zal groeien. De vierde fase is de expansiefase. De mogelijkheden tot autofinanciering nemen af omdat men genoodzaakt is dividenden uit te keren om de verschillende aandeelhouders tevreden te houden. Langetermijnbankkredieten zijn gemakkelijker bereikbaar als de onderneming zich doorheen de jaren als een kredietwaardige onderneming heeft geprofileerd. Bovendien kan men meer onderpand geven om langetermijnkredieten te krijgen. Wanneer nog geen extern risicokapitaal werd aangetrokken in de derde fase zal dat waarschijnlijk gebeuren in de vierde fase. In de vijfde fase, de maturiteitsfase kan de onderneming nog steeds groeien. Ze zal blijven zoeken naar groeiopportuniteiten. De meeste investeringen zijn vervangingsinvesteringen en onderhoud. Normaal volstaat de autofinanciering doch soms zullen bijkomende bankkredieten nodig zijn.

Berger en Udell (1998) bekijken de financiering van kleine ondernemingen vanuit een groeicyclusparadigma, waarin telkens een verschillende kapitaalstructuur optimaal is op verschillende momenten in de groeicyclus. Een belangrijk vertrekpunt in hun analyse is de algemene informatie-ondoorzichtigheid ("informational opacity") bij de financiering van kleine ondernemingen. Deze informatie-ondoorzichtigheid brengt specifieke problemen met zich mee waarvoor de financiële markten voor privaat kapitaal en schuldfinanciering gespecialiseerde mechanismen hebben gecreëerd in de vorm van tussenpersonen zoals venture capitalists, investeringsmaatschappijen en banken.

Een andere benadering die de relatie tussen groei en financiering bekijkt, wordt besproken door Reid (1996). Daarbij wordt het productieaspect van de onderneming geïntegreerd met het financiële. Een voorbeeld van een dergelijke benadering vinden we bij Hilten, Kort en Loon (1993). Zij beschouwen een model waarin het traject van verschillende (financiële) variabelen (output, kapitaal, schulden, dividenden) wordt geschetst naargelang schulden of eigen vermogen het goedkoopst zijn.

3.3.1.2 Conclusies uit de cases.

Een duidelijke relatie tussen de kapitaalstructuur en de levenscyclus waarin de onderneming zich bevindt, kan moeilijk vastgesteld worden. Wel wordt er een relatie vastgesteld tussen de groeivoet van de onderne-

ming en de kapitaalstructuur. De tien ondernemingen kunnen in drie groeicategorieën ingedeeld worden : de "trage tot negatieve groeiers" (5 cases), de "gematigde groeiers" (3 cases) en de "snelle groeiers" (2 cases). Deze indeling werd opgesteld door de gemiddelde groei (maatstaf = balanstotaal) over een periode van 6 jaar (1990-1995) te berekenen. De grenswaarden voor de drie groepen zijn een gemiddelde groeivoet van respectievelijk 10% en 30%. Daarnaast werd ook gekeken naar de groeivoet per jaar en de invloed hiervan op de kapitaalstructuur.

Uit deze analyse komen een aantal opvallende vaststellingen naar voor. De groep van de "trage tot negatieve groeiers" vertoont in het algemeen weinig veranderingen in de kapitaalstructuur die kunnen toegeschreven worden aan de groei. De solvabiliteit[13] neemt in de meeste gevallen toe. Voor de twee groeiersgroepen vinden we een aantal gelijklopende relaties : de solvabiliteit neemt af en het leveranciers-krediet neemt toe. Voor de korte- en langetermijnbankschulden vinden we geen duidelijk patroon voor beide groepen tezamen. De analyse van beide individuele groepen levert wel bijkomende patronen op. De kortetermijnbankschulden nemen toe voor de "snelle groeiers" terwijl de langetermijnbankschulden afnemen voor de gematigde groeiers.

Deze verbanden tussen de groeivoet van de onderneming en de kapitaalstructuur kunnen verklaard worden door een volgorde (pikorde) in financieringsvoorkeur. De onderzochte ondernemingen hebben in het algemeen een uitgesproken voorkeur voor autofinanciering. Doch autofinanciering volstaat bij deze ondernemingen niet om de groei te financieren zodat men een beroep moet doen op andere financierings-bronnen zoals leverancierskrediet en kortetermijnbankkredieten. Hierbij blijkt een duidelijke voorkeur te bestaan voor leverancierskrediet. Blijkbaar probeert men bij groei eerst maximaal gebruik te maken van het leverancierskrediet. Pas dan spreekt men de kortetermijnkredietlijnen aan om de groei te helpen financieren. Deze pikorde in financieringsvoorkeur wordt in de volgende paragrafen verder uitgewerkt.

Hypothese 1 : Autofinanciering is meestal ontoereikend in een situatie van groei zodat de groeiende onderneming meer gebruik zal maken van leverancierskrediet en kortetermijnbankkredieten. Hieruit wordt (a) een negatieve relatie afgeleid tussen groei en solvabiliteit, (b) een positieve relatie tussen groei en leverancierskrediet en (c) een positieve relatie tussen groei en kortetermijnbankkredieten.

[13] Solvabiliteit wordt gedefinieerd als eigen vermogen gedeeld door het balanstotaal.

3.3.2 De ondernemer.

3.3.2.1 Theoretische beschouwingen.

De hoofdrolspeler in het vooropgestelde kader is de ondernemer. Het is uiteindelijk de ondernemer die de beslissing over de financieringskeuzes neemt, al dan niet gebonden door de beperkingen die hem door de andere belangenpartijen worden opgelegd.

In de ondernemerschapsliteratuur zijn verschillende definities terug te vinden voor het begrip 'ondernemer'. Het is dan ook noodzakelijk duidelijk aan te geven wat er met het begrip 'ondernemer' bedoeld wordt. Wanneer we de verschillende definities bekijken, zien we dat ze in twee categorieën kunnen ingedeeld worden (Baumol, 1993).

De eerste categorie van definities beschouwt de ondernemer als iemand die een opportuniteit waarneemt, daarvoor een onderneming opricht, en daarvan meestal de dagelijkse leiding op zich neemt, ongeacht het feit of er al dan niet een innoverend aspect aan zijn handelen verbonden is. In de tweede categorie van definities vinden we de ondernemer als de innovator, de persoon die uitvindingen en nieuwe ideeën in een economisch leefbare entiteit omtovert. In deze tweede categorie kunnen we o.a. de innoverende ondernemer van Schumpeter onderbrengen.

Het toepassen van de definitie van de innoverende ondernemer uit de tweede categorie is veel te eng in het kader van dit onderzoek. Het zou het onderzoek beperken tot deze ondernemingen die een echte innovatie in een commercieel succes hebben omgezet. In Belgische context zouden we slechts een handvol ondernemingen vinden die aan deze definitie voldoen. Daarom dat we de ondernemer eerder als de eigenaar-manager beschouwen. De eigenaar-manager kan dan even goed de zaakvoerder in een ambachtelijk bedrijf zijn die alle aandelen bezit, als de manager in een snelgroeiend high-tech bedrijf die een (klein) deel van de aandelen bezit. De ondernemer in deze paper is dus *'de persoon die opportuniteiten waarneemt en bereid is het risico te nemen om hiervoor een zaak op te starten met het oog op het behalen van economisch voordeel'*.

De financieringsbeslissing is niet alleen het resultaat van verschillende interne en externe factoren doch vooral van de doelstellingen, waarden en opvattingen van de ondernemer(s). Deze ondernemersgebonden factoren zullen nu vervolgens besproken worden.

(a) Ondernemingsdoel.

De financiële doelstelling(en) word(t)(en) bepaald door de ondernemer(s). Vanuit de financiële theorie

wordt als financiële doelstelling de maximalisatie van de marktwaarde van de onderneming vooropgesteld. Dat dit niet overeenkomt met de realiteit werd in verschillende empirische studies vastgesteld. Zo vonden Donckels e.a. (1987) dat niet waardemaximalisatie doch vooral rentabiliteitsgebonden doelstellingen worden nagestreefd in Belgische K.M.O.'s. Tot vergelijkbare conclusies kwamen Cooley en Edwards (1983). Deze auteurs onderzochten de maximalisatie van de verkoopwaarde van de onderneming als proxy voor waardemaximalisatie. Doch ook deze doelstelling werd niet nagestreefd door de ondervraagde ondernemers. Samengevat blijkt in kleine ondernemingen het kortetermijndenken (winstmaximalisatie) te primeren op het langetermijndenken (waardemaximalisatie). Cooley en Edwards trachten dit te verklaren door te stellen dat ondernemers eerder duidelijk identificeerbare en meetbare doelstellingen nastreven dan de moeilijk berekenbare (verkoop)waarde van de onderneming.

De financiële doelfunctie van een kleine onderneming blijkt dus niet enkel te bestaan uit waardemaximalisatie. We kunnen de vraag stellen hoe deze doelfunctie er dan wel uitziet. De doelfunctie van de kleine onderneming is in belangrijke mate verbonden met de persoonlijke nutsfunctie van de ondernemer. Dit nut kan bestaan uit een zo groot mogelijke groei, het voortbestaan van de onderneming verzekeren, het creëren van werkgelegenheid tot zelfs heel persoonlijke doelstellingen zoals een luxewagen of een luxueus kantoor. De nutsfunctie van de ondernemer kan als multi-elementair beschouwd worden.

McMahon en Stanger (1995) onderzochten welke elementen allemaal zouden moeten opgenomen worden in de financiële doelfunctie van de kleine onderneming. Daarbij vertrokken ze vanuit enkele algemene bevindingen van het empirische onderzoek terzake : de motieven om een zaak te starten en te leiden zijn divers, verschillende van deze motieven zijn van niet-geldelijke aard en ondernemers hebben een grote vrijheid in het nastreven van hun doelstellingen. Daarnaast blijkt de financiële doelfunctie te verschillen tussen de verschillende types kleine ondernemingen. Na een grondige analyse komen McMahon en Stanger (1995) tot de conclusie dat de financiële doelfunctie van een kleine onderneming er als volgt uitziet :

$$U = U\,(P, N_f, N_n, \varnothing)$$

met
- U = Het nut van de ondernemer
- P = Geldelijke voordelen zoals het rendement op geïnvesteerd kapitaal, een salaris, de waarde van de extra legale voordelen...
- N_f = Niet-geldelijke voordelen voor de onderneming in het financiële domein zoals, liquiditeit, diversificatie, flexibiliteit door het houden van financiële reserves, het behoud van de controle.
- N_n = Niet-geldelijke voordelen van de onderneming buiten het financiële domein zoals een

bepaalde levensstijl, werkzekerheid...

$\varnothing$ = Het totale risico verbonden aan de investering van het financieel en menselijk kapitaal van de ondernemer in de onderneming.

Ieder element in deze doelfunctie heeft niet hetzelfde gewicht. Ang (1992) spreekt in dit opzicht van een gewogen gemiddelde doelfunctie, bestaande uit de huidige winsten en de langetermijnwaarde van de onderneming. Naargelang de situatie zal meer of minder gewicht aan iedere component gehecht worden. Dit kan eveneens toegepast worden op de doelfunctie van McMahon en Stanger (1995). De gewichten hangen hier niet enkel af van de financiële situatie van de onderneming doch ook van het *type* kleine onderneming. Zo zal bijvoorbeeld in een familiale onderneming de nadruk liggen op andere doelstellingen dan in een niet-familiale onderneming.

Verder speelt ook het percentage aandelen in handen van externe aandeelhouders een rol bij het bepalen van de doelstellingen die kunnen nagestreefd worden. Wanneer er slechts één ondernemer is die alle aandelen bezit dan kan hij zonder problemen éénder welke doelstelling nastreven. Er kan zich dan een situatie voordoen zoals beschreven door Jensen en Meckling (1976) waarbij de ondernemer zijn persoonlijk nut zal maximaliseren door een afweging te maken tussen wat hij wil als manager en wat hij wil als aandeelhouder. Indien er externe aandeelhouders betrokken zijn in de zaak zal de ondernemer waardemaximaliserend financieringsgedrag moeten vertonen indien hij niet in conflict wil komen met de externe aandeelhouders. Het gewicht van waardemaximalisatie als doelstelling in de multi-elementnutsfunctie wordt noodgedwongen belangrijker naarmate er een groter percentage van de aandelen in handen is van externe aandeelhouders.

Volgens Tempelaar (1988) is de doelstelling van de waardemaximalisatie onvermijdelijk omdat het niet nastreven van deze doelstelling 'de tucht van het zeggenschapsmechanisme' in werking doet treden. Dit houdt in dat er steeds een overnamedreiging bestaat bij niet naleving van deze doelstelling. Uiteraard kan dit enkel gelden wanneer de eigenaar-manager minderheidsaandeelhouder is. Deze overnamedreiging kan een reden te meer zijn om geen beroep te doen op extern eigen vermogen en indien men er wel een beroep op doet, om zeker nooit de meerderheid uit handen te geven.

(b) De ondernemer en zijn menselijk kapitaal.

Een belangrijke dimensie bij het nastreven van bepaalde ondernemingsdoelstellingen is de graad van rationaliteit waarmee dit gebeurt. Zo vinden we als één van de basisconcepten van de transactiekostentheorie de *'begrensde rationaliteit'* terug. De transactiekostentheorie gaat ervan uit dat de menselijke beslissingnemer wel de intentie heeft rationeel te handelen, doch zijn beperkt vermogen om complexe

problemen te formuleren en op te lossen belemmeren hem om hyperrationaliteit te bereiken.

Het concept van de begrensde rationaliteit kan een verklaring bieden voor duidelijke anomalieën in waargenomen gedrag. Zo kan een bepaalde ondernemer heel duidelijke doelstellingen vooropgesteld hebben doch uit zijn gedragingen blijkt dat hij niet de juiste handelingen stelt om deze doelstellingen te bereiken. Binnen het concept van de begrensde rationaliteit ontwikkelde March (1978) alternatieve rationaliteiten zoals de '*beperkte rationaliteit*' en de '*adaptieve rationaliteit*'.

De idee van de 'beperkte rationaliteit' slaat op de mate waarin personen een beslissingsprobleem vereenvoudigen omwille van de moeilijkheden die ze ondervinden om alle alternatieven en alle informatie in beschouwing te nemen. De beperkte rationaliteit is in grotere mate van toepassing op kleine ondernemingen dan op grote ondernemingen omdat de scholingsgraad van de ondernemer ofwel niet hoog is, ofwel te zeer toegespitst is op het technische. Omdat in een kleine onderneming het managementteam niet echt uitgebouwd is, zullen verschillende managementtaken moeten opgenomen worden door de ondernemer. Het gebrek aan kennis van de verschillende managementdomeinen leidt tot het nemen van beslissingen die enkel rationeel genoemd kunnen worden binnen de gegeven kennisbeperkingen.

Met de idee van de 'adaptieve rationaliteit' wordt het experimenteel leren door personen bedoeld. Deze rationaliteit wordt bereikt door een quasi-oneindige ervaringsopbouw die uiteindelijk overeenkomt met het nemen van beslissingen onder perfecte informatie. Ook deze idee speelt in kleine ondernemingen mogelijk een grotere rol dan in grote ondernemingen.

De twee hier besproken elementen van het menselijk kapitaal, nl. ervaring en het opleidingsniveau van de ondernemer spelen een belangrijke rol in het financieringsgebeuren van de kleine onderneming en dit zowel aan vraag- als aanbodszijde. Zo zullen een hoger opleidingsniveau en meer ervaring leiden tot een hogere graad van rationaliteit bij het nemen van beslissingen en een betere kennis van de verschillende kredietvormen. Aan aanbodszijde vormen deze twee elementen een belangrijk onderdeel van de beoordeling van de morele kredietwaardigheid door de bankier. Men kan dan ook de hypothese vooropstellen dat meer ervaring en een hoger opleidingsniveau zullen leiden tot een hogere schuldgraad. Het concept van begrensde rationaliteit kan in vele gevallen het gedrag helpen verklaren en is onlosmakelijk verbonden met de financiële doelfunctie die in (a) werd besproken. Nochtans stuit men op grote problemen wanneer men het concept wil gebruiken in een empirische studie omdat de mate van rationaliteit waarmee handelingen worden gesteld zeer moeilijk, zoniet onmogelijk te meten is.

Naast de ervaring en het opleidingsniveau van de ondernemer kan ook de 'uniekheid' van de vaardigheden

van de ondernemer een rol spelen bij het verkrijgen van schuldfinanciering (Pettit en Singer, 1985). De ondernemer kan beschouwd worden als een activum dat niet op de balans genoteerd staat. Volgens Pettit en Singer hebben twee factoren een belangrijke invloed op het voortbestaan en de waarde van de onderneming, nl. de mate waarin de ondernemer snel van job kan veranderen en de mate waarin er substituten bestaan in de markt voor de vaardigheden en kennis van de ondernemer.

Wanneer de ondernemer een cruciale rol speelt in het langetermijnsucces van de onderneming én de ondernemer is moeilijk te vervangen dan zullen de verschillende contracterende partijen een lagere waarde geven aan de verschillende activa van de onderneming. Hierbij zullen ze rekening houden met de kans dat de ondernemer nog in de onderneming aanwezig is op het moment dat de onderneming haar verplichtingen moet nakomen. De hoge waarde van het menselijk kapitaal van de ondernemer brengt een hoger risico met zich mee zodat de crediteuren een hogere interestvoet of meer onderpand zullen eisen. Bij de bepaling van de onderpandswaarde zal niet naar de waarde van de ondernemer gekeken worden doch naar de realisatiewaarde van de materiële vaste activa. De totale waarde van de onderneming kan volgens Keasey en Watson (1993) niet gebruikt worden omdat die voor het grootste deel bestaat uit immateriële activa zoals bijvoorbeeld de inputs, kennis en vaardigheden van de ondernemer. Omdat een kleine onderneming, wanneer ze failliet is, zelden als een going concern kan verkocht worden, blijft er enkel de realisatiewaarde van de materiële vaste activa over waar de crediteuren zich op kunnen baseren.

We kunnen vanuit de theorie als hypothese vooropstellen dat een onderneming van wie de ondernemer unieke vaardigheden en kennis bezit een lager schuldniveau zal hebben dan een onderneming waarbij dit niet het geval is. Ook de leeftijd en de opvolgingsproblematiek kunnen een invloed hebben op de financiering van de onderneming. Van der Wijst (1989) stelt dat vanaf een zekere leeftijd de ondernemer niet meer geïnteresseerd is in verdere investeringen. Hij zal ook minder schuldfinanciering gebruiken omdat hij minder geneigd is om externe verbintenissen aan te gaan. Dit argument gaat vooral op wanneer de ondernemer geen opvolger heeft.

Wanneer we de ondernemer bespreken als de sleutelfiguur in het financieringsgebeuren dan kunnen we niet voorbijgaan aan de verschillende risicoaspecten die een invloed hebben op de financieringskeuze. Zo speelt de graad van risicoaversie van de ondernemer een rol bij de keuze van de financieringsbron. Risico kan ook een rol spelen in die zin dat het bedrag dat crediteuren bereid zijn te ontlenen in belangrijke mate zal afhangen van de risicokenmerken van de onderneming.

Voor externe investeerders is het systematisch risico van een aandeel van belang. Het totale risico kan opgesplitst worden in het systematisch en niet-systematisch risico of diversifieerbare risico. Het systema-

tisch risico is de mate waarin het aandeel varieert met de economie in haar geheel en kan niet weggediversifieerd worden. Niet-systematisch risico is het specifieke risico verbonden met één onderneming en kan weggediversifieerd worden door te beleggen in een portefeuille van aandelen. Eén van de belangrijkste kenmerken van de kleine onderneming is het feit dat de beleggingsportefeuille van de ondernemer niet of nauwelijks gediversifieerd is. Dit brengt met zich mee dat het totale risico bestaande uit zowel het systematisch risico als het niet-systematisch risico door de ondernemer wordt gedragen. Het risico op financiële moeilijkheden kan ook een belangrijke rol spelen bij de keuze van een financieringsvorm. Zo zal een onderneming met een groot risico op financiële moeilijkheden minder schulden aangaan dan een onderneming waarbij dat risico niet zo groot is. Bovendien ontstaan de financiële moeilijkheden doordat men zijn betalingsverplichtingen niet meer kan voldoen zodat een onderneming met een hoog risico op financiële problemen mogelijk meer liquiditeiten zal aanhouden.

3.3.2.2 Conclusies uit de cases.

De doelstellingen die worden nagestreefd zijn in tabel 3.4 opgenomen. Uit deze tabel blijkt dat de meeste ondernemingen meerdere doelstellingen nastreven die zich in een bepaalde hiërarchie tot elkaar bevinden. Niet de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde doch de **maximalisatie van een multi-elementnutsfunctie** is de drijvende kracht achter de financieringsbeslissingen die in een kleine onderneming worden genomen. Een dergelijke nutsfunctie komt in grote mate overeen met de beschrijving van McMahon en Stanger (1995) waarbij aan de verschillende componenten een ander gewicht wordt gegeven (Ang, 1992).

Het merendeel van de onderzochte ondernemingen streeft rendementsgebonden doelstellingen na. Deze doelstellingen krijgen in het algemeen het grootste gewicht in de nutsfunctie. Een rechtstreeks verband tussen het nastreven van deze doelstelling en de kapitaalstructuur kan niet worden vastgesteld. Een indirect verband stellen we wel vast. Vanuit de rendementsdoelstelling speelt de **kostprijs** van de verschillende financieringsbronnen een rol bij het nemen van financieringsbeslissingen.

Een andere hoofddoelstelling vinden we terug bij de categorie van de niet-geldelijke voordelen in het financiële domein nl. **het behoud van de controle over de onderneming**. De redenen voor het nastreven van deze doelstelling kunnen voornamelijk toegeschreven worden aan de 'aversie ten opzichte van inmenging in het ondernemingsbeleid'. De absolute meerderheid wenst men in het algemeen niet op te geven omwille van het door Tempelaar (1988) aangehaalde **'tucht van het zeggenschapsmechanisme'**. Een ondernemer wil in het algemeen het risico niet lopen dat hij in zijn eigen onderneming wordt buitengezet omdat hij niet voldoet aan de verwachtingen van de externe aandeelhouders. Opvallend is dat het nastreven van deze doelstelling een duidelijk verband lijkt te vertonen met de schuldgraad. De onderne-

mingen die deze doelstelling nastreven hebben bijna allemaal een hoge schuldgraad. Deze ondernemingen hebben een afkeer voor externe investeerders en moeten noodgedwongen een beroep doen op schuldfinanciering wanneer de eigen middelen van de ondernemer(s) niet volstaan, met een hogere schuldgraad tot gevolg. Verdere analyse leert echter dat het nastreven van deze doelstelling op zich geen relatie vertoont met de onderzochte afhankelijke variabelen. Pas wanneer er zich een situatie voordoet waarbij de autofinanciering niet volstaat, bijvoorbeeld bij groei, dan zullen deze intern opgelegde financieringsbeperkingen leiden tot een hogere schuldgraad.

Uit tabel 3.4 blijkt de groeidoelstelling vooral nagestreefd te worden door ondernemingen met een hoge schuldgraad. De twee ondernemingen die bewust geen groei nastreven (omwille van sociale redenen) blijken een lagere schuldgraad te hebben dan de groeiers. De twee ondernemingen die wel groei nastreven doch geen hoge schuldgraad hebben zijn op het einde van de groeifase en bereiken de maturiteitsfase waarin de winsten ruim voldoende blijken te zijn om de groei te financieren. Hieruit kunnen we besluiten dat niet het nastreven van een groeidoelstelling doch wel de effectieve groei van een onderneming een invloed heeft op de schuldgraad.

Zoals voorheen al werd gesteld kan een groeier meestal onvoldoende middelen genereren via autofinanciering zodat hij noodgedwongen een beroep moet doen op schuldfinanciering. De ondernemingen die groeidoelstellingen vooropstellen kunnen in twee verschillende categorieën ondergebracht worden. De eerste categorie bestaat uit ondernemingen die er duidelijk het potentieel voor hebben en waar de groeidoelstelling een goed doordacht gegeven is. Meestal betreft het ondernemingen met een beter uitgebouwd managementteam en/of een ondernemer met een hoger opleidingsniveau. De tweede categorie betreft ondernemingen die noch de organisatiestructuur, noch de capaciteiten in huis hebben om de groei in juiste banen te leiden. Soms blijkt er zelfs geen groeipotentieel aanwezig te zijn. Voor deze categorie van ondernemingen kan de groeidoelstelling een gevaar voor de continuïteit van de onderneming betekenen.

Het maximaliseren van de (verkoop)waarde van de onderneming komt slechts zelden als voornaamste doelstelling naar voor. Enkel voor de onderneming waar de aandeelhouder minderheidsaandeelhouder is wordt deze doelstelling expliciet nagestreefd. De tucht van het zeggenschapsmechanisme 'dwingt' de ondernemer waardemaximalisatie na te streven.

Het financieel gezond houden van de onderneming (continuïteitsdoelstelling) wordt door slechts twee ondernemingen aangegeven als doelstelling. Enkel voor case 1 lijkt de doelstelling een duidelijke invloed te hebben op de financieringskeuze. Deze onderneming **reserveert** veel om het eigen vermogen te

versterken **om de huidige en toekomstige risico's** te kunnen opvangen. Voor case 6 is de continuiteitsdoelstelling een acute doelstelling omdat door de groei toe te spitsen op de omzet, en niet op de winst, een zeer slechte financiële structuur is ontstaan door de vele verliezen zodat het eigen vermogen bijna volledig is uitgehold. Bij nader toezien bijken alle ondernemingen expliciet of impliciet continuiteit na te streven. De continuïteitsdoelstelling moet immers samen met de rentabiliteitsgebonden doelstellingen bekeken worden. De continuiteit van de onderneming waarborgen is één van de onderliggende motieven voor het nastreven van rentabiliteitsgebonden doelstellingen.

Tabel 3. 4

Twee-variabele case geordende matrix : doelstellingen van de ondernemers

	Hoge schuldgraad (100%-85%)					Middelmat. Schuldgraad (85%-60%)		Lage schuldgraad (60%-40%)		
Doelstellingen	C6	C5	C10	C4	C2	C8	C9	C1	C7	C3
Continuïteit	X							X		
Rentabiliteit		X		X	X	X		X	X	X
Groei	X	X[A]	X[A]	X[A]	[A]		X[B]			X[B]
Controle behouden	(X)	X		X	X			X		
Waardemaximalisatie									X	
Bewust geen groei						X		X		

A : Deze ondernemingen zijn vrij sterke groeiers

B : Deze ondernemingen groeien tegen een steeds trager tempo en bereiken de maturiteitsfase.

Samengevat kunnen we besluiten dat het nastreven van de verschillende doelstellingen wel degelijk een invloed heeft op de schuldgraad doch deze invloed is meestal onrechtstreeks van aard. Zo zal het nastreven van de groeidoelstelling op zich niet onmiddellijk een invloed hebben. Pas wanneer er ook effectief een situatie van groei ontstaat zal er een verandering in de kapitaalstructuur optreden. Het nastreven van de **controledoelstelling** levert de meest rechtstreekse invloed op de kapitaalstructuur op omdat door deze doelstelling een **interne financieringsbeperking** wordt gecreëerd. Een onderneming die geen externe aandeelhouders wil, zal in een situatie waarin bijkomende financiering nodig is, noodgedwongen een beroep moeten doen op schuldfinanciering zodat de schuldgraad zal stijgen.

Hypothese 2 : Financieringsbeslissingen in een kleine onderneming vinden hun oorsprong in een multi-elementaire financiële doelfunctie die gedomineerd wordt door rendements- en controledoelstellingen. Het nastreven van de controledoelstelling creëert een interne financieringsbeperking en zal leiden tot een hogere schuldgraad in een situatie waarin bijkomende financiering nodig is.

De niet-geldelijke voordelen buiten het financiële domein blijken slechts een beperkte impact te hebben. De verschillende niet-systematische risicofactoren zoals vooropgesteld door Le Cornu e.a. (1996) werden eveneens in deze studie onderzocht (zie meta-matrix). Lage liquiditeit en een gebrek aan flexibiliteit worden als een zeer belangrijk probleem ervaren. Lage liquiditeit probeert men op te vangen door een strenger debiteurenbeheer te voeren en /of de leveranciers later te betalen.

Financiële flexibiliteit (=financiële reserves achter de hand houden in de vorm van cash of kredietlijnen, McMahon e.a., 1993) trachten alle ondernemingen in het onderzoek te waarborgen door goede afspraken te maken met de banken, reservekredietlijnen aan te houden en financiële knelpunten goed op voorhand aan te geven. Een goede relatie met de bankier is hierbij zeer belangrijk.

Een gebrek aan diversificatie wordt niet als een belangrijk probleem ervaren. Initiatieven om te diversifieren worden meestal op beperkte schaal genomen en niet via een echte ondernemingsactiviteit. Dit kan verklaard worden door het feit dat een gebrek aan diversificatie eigen is aan het fenomeen 'ondernemen' waarbij een groot deel van het vermogen in de onderneming wordt geïnvesteerd.

Het feit dat de kennis van de onderneming geconcentreerd is bij één of enkele personen wordt als een risicofactor aanzien waarvoor men in de mate van het mogelijke een oplossing probeert te bedenken. Een mogelijke oplossing situeert zich bij een tweede persoon die op de hoogte is van de hoofdlijnen van de functie van de ondernemer (een andere ondernemer of een extern adviseur).

Het bestuderen van deze risicofactoren wijst erop dat ondernemers zich wel in grote mate bewust zijn van de verschillende risico's in hun onderneming. Op de financiële risico's tracht men in te spelen door goede afspraken te maken met de banken en eventueel de politiek naar de klanten en leveranciers toe aan te passen. Doch één opvallend feit blijkt uit de analyse van de cases. De ondernemingen blijken een specifieke financieringsstrategie te volgen om huidige en toekomstige bedrijfsrisico's en financiële risico's het hoofd te kunnen bieden. Zo tracht men de solvabiliteit te verbeteren door systematisch winsten te reserveren terwijl deze winsten als reserveliquiditeiten worden aangehouden. Een goed voorbeeld hiervan vinden we bij een case waar men omwille van **mogelijke toekomstige bedrijfsrisico's** (hoge variabiliteit

inkoopprijzen, mogelijke milieuinvesteringen) streeft naar een **lage schuldgraad** en een **hoge liquiditeit**. Deze bevindingen komen niet overeen met Norton (1990, 1991b). Dit leidt tot de volgende hypothese :

Hypothese 3 : Kleine ondernemingen zullen de kans op financiële moeilijkheden trachten te verminderen door tegelijkertijd met relatief meer eigen vermogen te financieren en meer liquiditeiten aan te houden.

Wat betreft de rol van **begrensde rationaliteit** op de diverse componenten van de kapitaalstructuur richten we ons naar het opleidingsniveau en de ervaring van de ondernemer(s). Voor de variabele 'ervaring' wordt geen invloed vastgesteld. Het opleidingsniveau blijkt wel een rol te spelen voor de keuze van de hoeveelheid leverancierskrediet die men wenst aan te gaan. Tabel 3.5 brengt hierin meer duidelijkheid. De cases werden hierin gerangschikt naar dalend percentage leverancierskrediet in de balans. Uit de gegevens blijkt dat de drie ondernemers met een hogere economische opleiding het minste leverancierskrediet gebruiken. De reden hiervoor werd vlug gevonden. Enkel deze ondernemers zijn zich bewust van de hoge impliciete kostprijs van leverancierskrediet als men korting voor contante betaling krijgt (het preciese interestpercentage kan men ook niet geven doch men wist wel dat het veel was) zodat in de mate van het mogelijke contant betaald werd, zelfs al moest men daarvoor lenen. Er blijkt dus een groot verband te bestaan tussen het opleidingsniveau en het kennen van de werkelijke kostprijs van een financieringsbron, in dit geval het leverancierskrediet.

Eén case biedt een interessante mogelijkheid om deze stelling te testen in een *experimentele opzet* omdat de financieel directeur, met een hogere technische opleiding (één van de ondernemers en de respondent van het eerste interview), niet meer aanwezig was in de onderneming tijdens het tweede interview. Zijn vervanger, de respondent van het tweede interview, had een hogere economische opleiding genoten. Door de informatie van de twee interviews te vergelijken met mekaar konden een aantal verschilpunten in financieel beleid opgespoord worden. Onder de voormalige financieel directeur werd er gebruik gemaakt van kaskrediet wanneer men bijkomende middelen nodig had op korte termijn. De straight loan was niet gekend als een alternatieve financieringsvorm op korte termijn. De leveranciers werden gedeeltelijk gebruikt als financier. Men wachtte daardoor in de mate van het mogelijke met betalen tot de klanten betaald hadden.

Momenteel zijn een aantal zaken veranderd onder impuls van een andere financieel directeur. In plaats van het kaskrediet maakt men nu gebruik van straight loans en roll-over kredieten. Ook de betalingspolitiek t.o.v. de leveranciers werd gewijzigd. Indien er korting voor contante betaling wordt gegeven, wordt

hierop ingegaan omdat men zich bewust is van het feit dat men zo 'geld kan verdienen'. We kunnen uit het voorgaande besluiten dat **begrensde rationaliteit** en meer specifiek de **'kenniscomponenten'** een belangrijke rol spelen bij de financiële besluitvorming. Begrensde rationaliteit kan als een belangrijke dimensie van de financiële doelfunctie beschouwd worden. Een hoger opleidingsniveau blijkt te leiden tot een hogere graad van rationaliteit.

Tabel 3.5

Case geordende descriptieve meta-matrix : Toepassing van het begrensde rationaliteitsconcept op leverancierskrediet

Cases gerangschikt naar dalend % leveranciers-krediet	Opleidingsniveau	Kostprijs van leveran-cierskrediet	Opmerkingen
C2	L.O. T.	N/A	Er wordt nooit gebruik gemaakt van de korting.
C9	L.O. T.	De impliciete kostprijs is niet gekend door de on-dernemer die de betalingspolitiek bepaalt.	Men betaalt zodra men het geld ontvangen heeft van de klanten.
C4	H.O. T.	Gebruik maken van de korting is goedkoper	Als men liquiditeiten heeft betaalt men contant, anders zo laat mogelijk.
C3	L.O. T.	2% is 24% op jaarbasis, doch een straight loan is duurder	Leveranciers worden pas betaald als men het geld heeft van de klanten
C8	H.O. T. + (E)	Vroeger : geen gebruik van korting Nu : wel contant, je kan er geld mee verdienen.	Door MBO is er een on-dernemer met een hogere economische opleiding voor het financieel beleid.
C10	H.O. T.	2% op jaarbasis : geen idee.	Men betaalt als het goed uitkomt met de kasplan-ning.
C6	L.O. T + E.	2% is 10% op jaarbasis.	Bij een korting wordt hier meestal op ingegaan.
C1	H.O. E. + T.	2% is 24% op jaarbasis	Meer dan 1,5% : dan wordt er geleend om con-tant te betalen.
C5	H.O. E.	2% is 24% op jaarbasis	Men probeert contant doch men heeft dikwijls de liquiditeiten niet.
C7	H.O. E.	2% is enorm op jaarbasis	Men leent om de leveran-ciers contant te kunnen betalen.

Voor het argument van Pettit en Singer (1985) met betrekking tot de uniekheid van de vaardigheden van de ondernemer werden geen directe bewijzen gevonden. De ondernemers bleken allemaal zeer belangrijk te zijn voor het goed functioneren van de onderneming doch dit bleek voor de banken geen argument om een krediet te weigeren. Men tracht dit dan op te lossen door het afsluiten van een kredietverzekering.

Voor een relatie tussen de opvolgingsproblematiek en het investerings- en financieringsgedrag van de onderneming vonden we geen aanwijzingen in de cases. Dit kan verklaard worden door het feit dat in alle ondernemingen de opvolgingsproblematiek een bijzonder aandachtspunt is. Indien er geen familiale opvolging is, wordt er werk gemaakt van andere overdrachtmogelijkheden zoals een Management Buy Out of de verkoop van de onderneming. In alle ondernemingen is er een zekere vorm van overdracht van de onderneming geregeld. We konden dus niet nagaan wat er gebeurt als er geen opvolging is.

3.3.3 Het managementteam en de rol van de accountant/consultant in de kleine onderneming.

3.3.3.1 Theoretische beschouwingen.

De graad van succes waarmee de onderneming geleid wordt hangt nauw samen met de uitbouw en de kwaliteit van het managementteam. Het spreekt voor zich dat enkel de kleinste ondernemingen succesvol kunnen geleid worden door de ondernemer zelf. Wanneer de onderneming groter wordt dan zal het dagelijks beheer over de verschillende functionele gebieden van het managementdomein overgedragen worden aan de verschillende personen van het managementteam. Het succes van de onderneming hangt dan in belangrijke mate af van de samenwerking tussen de ondernemer en het managementteam. Ook de kwaliteit van het managementteam is een bepalende factor in het succes van de onderneming (Keasey en Watson, 1993).

Wanneer het managementteam vooral uit familieleden bestaat dan kan dit een beperking betekenen voor de financieringsmogelijkheden. Zo zouden ondernemingen waarvan het managementteam vooral uit familieleden bestaat, problemen hebben om venture capital aan te trekken omwille van de potentiële moeilijkheden die zouden kunnen ontstaan in het controleren van de activiteiten van de ondernemer en zijn familie (Keasey en Watson, 1993).

3.3.3.2 Conclusies uit de cases.

Het managementteam blijkt slechts een **zeer beperkte rol** te spelen in de financiële besluitvorming. In de meeste gevallen is er slechts in beperkte mate sprake van een managementteam. Een ondernemer blijkt in het algemeen zeer weinig financiële bevoegdheden te delegeren. Het eigenlijke financiële beheer gebeurt

voornamelijk door hemzelf, soms in samenspraak met de accountant. De redenen hiervoor moeten we zoeken in een **"omgekeerd" belangenconflict** dat kan ontstaan tussen de eigenaar-manager en de rest van het managementteam. De eigenaar-manager wil zijn nutsfunctie maximaliseren terwijl die niet noodzakelijk overeenkomt met de (financiële) doelstellingen van het management. Uit de cases kunnen we afleiden dat het management, eerder dan de eigenaar-manager, doelstellingen wil nastreven die rationeel gezien kunnen verwacht worden, zoals groei of waardemaximalisatie! Het vermijden van dit potentiële belangenconflict blijkt één van de voornaamste redenen te zijn om geen of weinig financiële bevoegdheden te delegeren. Een andere reden blijkt de overschatting van de eigen financiële managementscapaciteiten te zijn.

De *accountant of financieel adviseur* kan in bepaalde gevallen wel een belangrijke rol spelen. De accountant wordt meestal op één of andere wijze betrokken bij de investerings- en financieringsbeslissing. Doch dit beperkt zich voornamelijk tot een louter adviserende functie. De financieringsbeslissing wordt uiteindelijk door de ondernemer genomen.

Uit de laatste kolom van tabel 3.6 blijkt dat de rol van de accountant/adviseur soms zeer belangrijk kan zijn in het verkrijgen van langetermijnkredieten voor investeringen. Case 5 en 6 doen een beroep op deze personen om de onderhandelingen met de banken tot een goed einde te brengen. Uit tabel 3.6 blijkt nu dat dit de twee ondernemingen met de hoogste schuldgraad zijn. De financiële situatie in deze ondernemingen is niet echt goed te noemen. Hierin ligt ook de reden waarom ze een beroep doen op de accountant/adviseur. Zonder de betrokkenheid van deze personen zouden ze enorme moeilijkheden ondervinden om nog kredieten te krijgen voor hun investeringen. Dit wordt door de banken bevestigd : de actieve betrokkenheid van de accountant/adviseur kan de toekenning van het krediet vergemakkelijken. In extreme gevallen kan dit zelfs de doorslaggevende factor zijn in het al of niet verkrijgen van het krediet.

De andere onderzochte ondernemingen doen meestal geen beroep op deze adviespersonen omdat ze van mening zijn vlot kredieten te kunnen verkrijgen zonder gespecialiseerde hulp. Dit wijst er eens te meer op dat de ondernemer niet snel geneigd is om aspecten van de financiële besluitvorming uit handen te geven. Enkele ondernemers staan zelfs zeer sceptisch tegenover de waarde van een adviseur. De overschatting van de financiële managementscapaciteiten speelt hierin weer een rol.

Hypothese 4 : Kleine ondernemingen die een beroep doen op een accountant/adviseur bij een kredietaanvraag kunnen een hogere schuldcapaciteit bereiken.

Tabel 3.6

Geordende meta-matrix (extract) : rol van het management en de accountant/consultant in het financieel beleid van de onderneming.

	Rol van het managementteam	Rol van de accountant /consultant bij de investerings- en financieringsbeslissing.	Rol van de accountant/ consultant bij het verkrijgen van bankkredieten.
C1	Geen managementteam	Accountant : bij investeringen. Consultant voor fiscale en juridische problemen	Geen
C2	Geen managementteam	Alles in samenspraak met accountant.	Geen
C3	Naast de ondernemer nog een financieel verantwoordelijke. Ondernemer beslist.	Investeringen in overleg met accountant	Geen
C4	Ondernemer en controller : ondernemer beslist	Geen (N/A)	Geen
C5	Geen managementteam	Consultants actief betrokken bij het financieel beheer.	Consultant actief betrokken bij kredietaanvraag
C6	Geen managementteam	Accountant wordt overal actief bij betrokken.	De accountant gaat naar de bank om vertrouwen te winnen. Dit doet de kans op succes stijgen.
C7	Geen managementteam	Accountant werkt haalbaarheid van het investeringsproject uit.	Geen
C8	Geen managementteam	Accountant controleert enkel de balans	Geen
C9	Goed uitgebouwd managementteam doch zonder inspraak : de ondernemer beslist autonoom.	Er wordt geen beroep gedaan op een externe accountant voor investerings- en financieringsbeslissingen.	Geen
C10	Uitgebouwd managementteam met beperkte inspraak : ondernemer beslist.	Accountant geeft financieel advies.	Geen

3.3.4 Schuldfinanciering en de relatie met de bankiers.

3.3.4.1 De keuze voor schuldfinanciering.

(a) Theoretische beschouwingen.

Vanuit theoretisch oogpunt bestaat er een duidelijk argument om voor schuldfinanciering te kiezen : de interestkosten zijn fiscaal aftrekbaar. Door dit voordeel af te wegen tegenover de verschillende nadelen

van schuldfinanciering zoals de faillissementskosten en de diverse vormen van agentschapskosten kan men een optimaal schuldniveau bereiken. Zoals voorheen al werd besproken kunnen we deze theore-tische overwegingen in vraag stellen wanneer we met kleine ondernemingen te maken hebben. Empirisch onderzoek (Cooley en Edwards, 1984, Donckels e.a., 1987) leert ons dat niet het belastingvoordeel doch wel de wens om de eigen onafhankelijkheid te bewaren, de onmogelijkheid om bijkomende eigen middelen in te brengen, de uitputting van de autofinanciering en de onzekerheid over de toekomstige omzet en verkopen als belangrijkste redenen voor de keuze van schuldfinanciering worden aangehaald. Wat de keuze van de specifieke financieringsbron betreft, heeft de kleine onderneming weinig mogelijkheden. De openbare uitgifte van een obligatielening is zo goed als uitgesloten door de hoge kosten. Wel haalbaar en ook veel gebruikt zijn de kortetermijnbankkredieten, waarbij het kaskrediet[14] de meest voorkomende financieringsbron is (Keasey en Watson, 1995).

(b) Conclusies uit de cases.

Uit de cases blijkt dat fiscale overwegingen zoals de fiscale aftrekbaarheid van interestkosten geen rol van betekenis spelen bij de keuze van de financieringsbron (zie meta-matrix punt 10). Het belangrijkste criterium dat gebruikt wordt om een gepaste financieringsbron te kiezen blijkt de **waargenomen kostprijs** van de betreffende financieringsbron te zijn. Zo zal een ondernemer de financieringsbron kiezen die volgens zijn *waarneming* het goedkoopst is. Autofinanciering en intern eigen vermogen worden meestal niet als kostenfactoren beschouwd. De ondernemers blijken dus weinig rekening te houden met de opportuniteitskost van het eigen vermogen. Schuldfinanciering daarentegen wordt wel als een kostenfactor beschouwd. Van alle kredietvormen worden leasing en kaskrediet als *duur* beschouwd. Deze kredietvormen worden dan ook zo veel mogelijk vermeden. Deze waargenomen kostprijs biedt een verklaring waarom autofinanciering in het algemeen de voorkeur krijgt boven alle andere financieringsbronnen.

Algemene financieringsregels worden weinig gebruikt. Wel is er een zeker streven naar een 'goede' solvabiliteit omdat men vanuit risicostandpunt een zekere buffer wil hebben (zie tabel 3.7). Als aanvulling op hypothese 3 kunnen we de volgende hypothese vooropstellen.

Hypothese 5 : Kleine ondernemingen met een hoger bedrijfsrisico streven naar een hogere solvabiliteitsratio[15] en een lagere hoeveelheid bankschulden.

---

[14] Uit gesprekken met verschillende bankiers blijkt dat het gebruik van de straight loan ten opzichte van het kaskrediet de laatste jaren relatief sterk is toegenomen. Een ondersteuning voor deze bevinding vinden we in de evolutie van het kaskrediet over de periode 1985-1997. Het kaskrediet in het totaal der kredieten viel in deze periode terug van 13,5% tot 12,3% (Timmermans en De Doncker, 1998).

[15] De solvabiliteitsratio wordt gedefinieerd als eigen vermogen gedeeld door het balanstotaal.

De meeste ondernemers streven dus naar een 'goede' solvabiliteitsratio. Doch naast het vernoemde risicomotief spelen er nog andere motieven mee waarom naar een bepaalde solvabiliteit gestreefd wordt. De meeste ondernemers zijn er zich van bewust dat de solvabiliteit een belangrijk aandachtspunt is in de kredietanalyse van de bank. Daarnaast nemen banken regelmatig een bepaalde na te streven solvabiliteit op in de zogenaamde 'covenanten' bij het afsluiten van een krediet. Uit de eerste kolom van tabel 3.7 blijkt dat dit voornamelijk het geval is bij de ondernemingen met een hoge schuldgraad. Het streefdoel is ofwel een sectornorm (bijvoorbeeld het gemiddelde van de sector) ofwel een algemeen aanvaarde solvabiliteitsnorm (bijvoorbeeld 33%). Wanneer men onder deze normen zit, probeert men wel te streven naar een verbetering van de solvabiliteit. Dit financieringsgedrag kan verklaard worden vanuit wat Emery en Finnerty (1991, blz. 31) **"the behavioural principle"** noemen. Wanneer een ondernemer financiële beslissingen neemt is het soms onmogelijk, moeilijk of kostelijk om te bepalen welke de optimale beslissing is. Daarom zal hij observeren en volgen wat andere ondernemers doen. Het eenvoudigste observeerbare streefdoel is het sectorgemiddelde of een 'gezonde' streefnorm vanuit de financieringspraktijk. Hieruit volgt de volgende hypothese :

Hypothese 6 : Kleine ondernemingen streven naar een doelsolvabiliteitsratio. Wanneer men zich onder de doelratio bevindt zal men ernaar streven de solvabiliteit te verbeteren.

Uit de cases blijkt dat er een sterke relatie bestaat tussen de aard van de investering en de financieringsbron. Zo worden gebouwen en terreinen steeds gefinancierd met een hypotheeklening. Meestal volstaat autofinanciering niet om dergelijke grote investering te financieren zodat men automatisch bij de hypotheeklening terechtkomt als aangewezen financieringsbron. Doch indien autofinanciering wel voldoende blijkt, dan nog gebruikt men de hypotheeklening. Hoe kunnen we nu deze schijnbare voorkeur voor de hypotheeklening boven de autofinanciering verklaren?

Uit kolom 2 van tabel 3.7 kunnen de redenen voor dit financieringsgedrag afgeleid worden. De redenen hiervoor kunnen in twee categorieën worden ingedeeld : **risicomotieven** en **kostprijsoverwegingen**. In het kader van het risicomanagement probeert men een strikte matchingstrategie te volgen waarbij men de termijnen van de investeringen en de financieringsbronnen in overeenstemming probeert te brengen om op die manier **voldoende financiële slagkracht** over te houden om moeilijke tijden te kunnen overleven. Het kostprijsmotief heeft te maken met het feit dat men absoluut wil vermijden in de **toekomst** met 'dure' kortetermijnkredieten (vb. kaskrediet) te moeten financieren omdat de eigen middelen hiervoor ontoereikend zijn. Ondernemers blijken dus een voorkeurvolgorde te hebben die rekening houdt met **toekomstige financieringsbehoeften.**

Tabel 3.7

Partieel geordende meta-matrix : financiële streefcijfers en de keuze voor LT kredieten.

	Streefcijfers i.v.m. de solvabiliteit	Keuze voor LT bankkredieten
C1	Solvabiliteit van 40% tot 50% : risicomanagement	Genoeg eigen middelen en liquiditeiten zodat we alles zelf kunnen financieren (zonder later nog schulden te moeten aangaan.)
C2	Solvabiliteit van 50%	N/A
C3	Streven naar sectorgemiddelden.	Investeringen worden niet gefinancierd met eigen middelen als daardoor op KT-termijn problemen zouden ontstaan. De kortetermijnsituatie gaat voor. Investeringen over 20 jaar, dus financiering laten gelijklopen. (risicomanagement)
C4	Solvabiliteit van 25% (sectornorm) : risicomanagement + opgelegd door de bank.	Termijnen tussen financiering en investering behouden om zonder problemen uit slechte tijden te komen. (Risicomanagement).
C5	Solvabiliteit van 35% t.o.v. bankkredieten : opgelegd door de bank.	Ook als we genoeg kunnen reserveren dan nog een LT-krediet om andere duurdere KT-kredietvormen zoals kaskrediet te verminderen (kostprijsmotief).
C6	Geen : doch banken leggen wel solvabiliteitsvereisten op.	LT-kredieten : goede spreiding (risicomanagement). Zo mogelijkheden creëren om verder te investeren en het kaskrediet gevoelig te verminderen (kostprijsmotief).
C7	Schulden op KT : max. 60% van vlottende activa : risicomanagement	Genoeg eigen middelen doch men wil nog wat overhouden zodat het handelskapitaal niet met duur kaskrediet moet gefinancierd worden. (kostprijsmotief).
C8	Solvabiliteit moet 'goed' zijn : risicomanagement.	Financiële slagkracht achter de hand houden om onvoorziene omstandigheden op te vangen (Risicomanagement).
C9	Geen streefcijfers	Keuze voor LT-bankkredieten als het bedrag te groot is om met eigen middelen te financieren.
C10	Goede solvabiliteit : bank beoordeelt dit bij een kredietaanvraag.	Het spreekt voor zich dat we het eigen vermogen niet gaan gebruiken in een situatie van groei (risicomanagement)

Opvallend bij deze twee motieven is dat de ondernemers met een hoger economisch opleidingsniveau zich eerder laten leiden door dit kostprijsmotief. Zij houden rekening met de huidige én toekomstige kostprijsoverwegingen. De andere ondernemers echter laten zich eerder leiden door risicomotieven.

Hypothese 7 : Kleine ondernemingen geven er de voorkeur aan terreinen en gebouwen door langetermijnbankkredieten te financieren wanneer autofinanciering niet volstaat om zowel de

behoefte op lange- als kortetermijn te dekken. Indien de autofinanciering niet voldoende is volgt hieruit een positieve relatie tussen de terreinen en gebouwen en de langetermijnbankschulden.

Deze resultaten zijn volledig in tegenspraak met de bestaande opvattingen (voor een overzicht zie Calcagnini en Iacobucci, 1997, blz. 496 - 498) over de termijnstructuur van de schulden. De algemene opvatting bestaat dat kleine ondernemingen een voorkeur hebben voor kortetermijnschulden omwille van de onzekerheid, de mogelijkheid om snel het bedrag van de schulden aan te passen zonder kosten, en de mogelijkheid om op die manier een optimale liquidatiepolitiek te voeren. Bovendien is het gebruik van de schulden bij kleine ondernemingen sterk verbonden met de onderpandswaarde van de activa. Voor de bereikbaarheid van schulden speelt dit onderpandselement een grote rol doch wat betreft de voorkeuren van de ondernemer vonden we heel andere motieven in dit onderzoek nl. kostprijs en risicomotieven.

Aansluitend op de financiering van de terreinen en gebouwen kunnen we ons de vraag stellen hoe de andere materiële vaste activa worden gefinancierd. Hier blijkt de **grootte van het bedrag** doorslaggevend te zijn. Kleinere investeringen in materiële vaste activa financiert men met eigen middelen. Is het bedrag groter dan gebruikt men naargelang het geval langetermijnbankkredieten of specifieke vormen van kortetermijnkredieten (zoals een straight loan of een roll-over krediet). Omdat de grootte van het bedrag bepalend is voor de keuze tussen de eigen middelen of langetermijnbankschulden mogen we verwachten dat het materieel, machines en uitrusting een positieve relatie zullen vertonen met zowel de langetermijnbankschulden als de eigen middelen. Dit leidt tot de volgende hypothese :

Hypothese 8 : Materieel, machines en uitrusting zullen (a) gedeeltelijk met eigen middelen en (b) gedeeltelijk met bankschulden gefinancierd worden.

3.3.4.2 Het schuldcontract, de beperkingen van schuldfinanciering en hun oorsprong.

(a) Theoretische beschouwingen.

Wanneer we de contractuele relatie tussen de kleine onderneming en de banken analyseren, vormt de kern van het schuldcontract een goede vertrekbasis. Na een bespreking van de directe en indirecte kosten verbonden aan een krediet komen Pettit en Singer (1985) tot de conclusie dat niet echt duidelijk is hoe het schuldcontract voor kleine ondernemingen er nu precies uitziet. Wel komen ze tot een aantal algemene kenmerken die de contracten voor kleine ondernemingen typeren. Drie kenmerken zijn relevant voor het

schuldcontract : de contracten hebben een kortere termijn, de contracten bevatten meer gedetailleerde en striktere contractuele bepalingen, en de contracten worden gedekt door specifieke activa, persoonlijke activa of eventueel persoonlijke borgstellingen. Waarom deze drie kenmerken typisch zijn voor het schuldcontract van kleine ondernemingen zal in deze paragraaf verder toegelicht worden.

De contractuele relatie tussen de bank en de kleine onderneming kan in een agent-principaal kader geplaatst worden waar de bank als principaal handelt en de kleine onderneming als agent. Vooraleer er een schuldcontract wordt afgesloten heeft de bank informatie nodig over de haalbaarheid van het project, de terugbetalingsmogelijkheden en de zekerheid dat het ontleende geld wordt gebruikt waarvoor het werd aangevraagd. Wanneer beide partijen omtrent deze gegevens niet dezelfde informatie hebben (wat in de praktijk bijna steeds het geval is) dan ontstaat er een asymmetrisch informatieprobleem dat agentschaps-kosten met zich meebrengt. Dit informatieprobleem kan zich voordoen in de vorm van averechtse selectie waarbij de bank ex-ante bepaalde relevante informatie niet heeft en kosten zal moeten maken om deze informatie of een deel ervan te achterhalen. Het informatieprobleem kan ook leiden tot moreel risico waarbij de bank ex-post het risico loopt dat de ondernemer het geld niet gebruikt zoals contractueel werd overeengekomen, zodat bijvoorbeeld het opleggen van controleprocedures noodzakelijk is.

Nadat het schuldcontract is afgesloten kunnen er verschillende bronnen van conflict ontstaan tussen de banken en de ondernemer. Een eerste bron van conflict is het 'asset substitution' probleem. Aan de basis van dit probleem ligt de mogelijkheid van de ondernemer om een welvaartstransfer uit te voeren nadat het contract werd afgesloten (Jensen en Meckling, 1976).

Wanneer de ondernemer de mogelijkheid heeft om eerst schulden aan te gaan en pas daarna een beslissing neemt welk investeringsproject hij zal kiezen, kan hij een welvaartstransfer realiseren door een project met een hoger risico te kiezen in plaats van het oorspronkelijk bedoelde project. Wanneer het project met het hoogste risico een succes wordt, zijn de winsten voor de ondernemer. De banken krijgen hiervan geen extra opbrengsten. Ze ontvangen enkel het ontleende bedrag, vermeerderd met de interesten.

Wanneer daarentegen het project slecht afloopt dan zijn de verliezen beperkt voor de ondernemer. De banken daarentegen draaien op voor de verliezen die gemaakt worden. Wat ook de risicograad van het project is, de banken zullen maximaal de vooropgestelde interesten ontvangen. De eventuele extra winsten zijn volledig voor de ondernemer. De ondernemer heeft er dus alle belang bij om eerst te beloven een laagrisicoproject uit te voeren om dan ex-post een project met een hoger risico te kiezen. Deze verandering in beloofde gedrag veroorzaakt een welvaartstransfer van de banken naar de ondernemer.

Dit probleem kan niet enkel toegeschreven worden aan asymmetrische informatie doch ook aan een asymmetrische verdeling van de opbrengsten tussen de contracterende partijen (Keasey en Watson, 1993, Hutchinson, 1995). De ondernemer is voornamelijk gefixeerd op de bovenste helft van de waarschijnlijkheidsverdeling van de mogelijke projectopbrengsten omdat de opbrengsten van het project volledig voor hem zijn. De ondernemer beschouwt dus het bovenste deel van de waarschijnlijkheidsverdeling tot aan het punt waar de waarde van zijn investering tot nul herleid wordt. De bank daarentegen kijkt naar de onderste helft van de verdeling. Ze deelt immers niet in de winsten doch heeft wel kans om haar volledig geïnvesteerd bedrag te verliezen als de onderneming failliet gaat.

Een tweede bron van conflict is een verschil in de perceptie van de waarde van de onderneming wanneer financiële problemen de kop opsteken (Keasey en Watson, 1993). In normale omstandigheden zal het schuldcontract bepalingen bevatten over wie de controle over de onderneming bezit in de verschillende mogelijke staten waarin de onderneming zich bevindt. Wanneer het goed gaat met de onderneming, bezit de ondernemer de controle over de onderneming. Wanneer het slecht gaat, komt de controle in handen van de bank. Het punt waarop een onderneming van een goede naar een slechte staat overgaat, komt overeen met een punt waarop de goingconcernwaarde onder de liquidatiewaarde komt te liggen.

Juist over dat omslagpunt kunnen de ondernemer en de bank van mening verschillen. Zo zal bij financiële moeilijkheden de ondernemer de activiteit vaak willen verderzetten omdat volgens hem de goingconcernwaarde, waarbij hij rekening houdt met zijn human capital, hoger ligt dan de liquidatiewaarde. De banken daarentegen kunnen het "human capital" van de ondernemer niet te gelde maken en zullen de goingconcernwaarde lager inschatten dan de liquidatiewaarde zodat zij zouden willen overgaan tot liquidatie. Dit verschil in de waargenomen waarde tussen de twee partijen kan een conflict veroorzaken : de ondernemer meent dat de goingconcernwaarde hoger is dan de liquidatiewaarde terwijl de bank net het omgekeerde waarneemt. Dit potentiële conflict kan nog grotere vormen aannemen wanneer door informatie-asymmetrieën de bank pas in een late fase kan ingrijpen bij financiële moeilijkheden nadat reeds aanzienlijke verliezen werden geleden.

Een derde bron van conflict is het onderinvesteringsprobleem (Myers, 1977). Het onderinvesteringsprobleem ontstaat doordat goede investeringsprojecten met een positieve netto contante waarde en een laag risico niet worden uitgevoerd door ondernemingen omdat ze hiervoor moeten lenen. De volledige opbrengsten van de projecten zouden enkel naar de crediteuren vloeien zonder de welvaart van de ondernemer te verhogen. Ondernemingen zullen enkel lenen wanneer het project een voldoende verwachte opbrengst oplevert wat meestal samenloopt met een hoger risico. De banken daarentegen willen liefst lenen aan ondernemingen die projecten met een laag risico uitvoeren.

In de loop der jaren zijn verschillende modellen ontwikkeld die de invloed van asymmetrische informatie op de kredietbeslissing bestudeerden. De meeste modellen komen tot de conclusie dat asymmetrische informatie leidt tot kredietrantsoenering[16] wanneer het informatieprobleem onopgelost blijft. Een traditioneel model binnen deze kredietrantsoeneringsliteratuur is het Stiglitz-Weiss-model.

Stiglitz en Weiss (1981) komen tot de conclusie dat banken eerder krediet zullen rantsoeneren dan dat ze de interestvoet zullen verhogen omwille van de averechtse selectie en moreel risicoproblemen. De economische theorie stelt dat er evenwicht binnen een markt bestaat wanneer vraag en aanbod gelijk zijn aan mekaar. In de markt voor leningen blijkt er een evenwicht bereikt te worden, niet op het punt waar vraag en aanbod aan mekaar gelijk zijn doch op het punt waar de 'bank-optimale' interestvoet wordt bereikt. De bank-optimale interestvoet ontstaat doordat de verwachte return voor de bank minder snel stijgt dan de interestvoet en zelfs zal dalen als de interestvoet een bepaald punt overschrijdt. Op het punt van de bank-optimale interestvoet zal de vraag het aanbod overtreffen.

Sommige leningaanvragers die geen lening verkrijgen, zullen bereid zijn tot het betalen van een hogere interestvoet. Wanneer de bank hierop in zou gaan dan zal de interestvoet stijgen tot op het punt waarop vraag en aanbod aan elkaar gelijk zijn. Dit brengt wel met zich mee dat leners met een groter risico worden aangetrokken en leners met een kleiner risico worden afgestoten. Doch dit is nu net wat de bank wil vermijden want het hogere risico wordt niet beloond door een hogere return. Daarom zal iedere leningaanvrager die een hogere interestvoet wil betalen, afgewezen worden omdat het risico van een dergelijke lening slechter is dan de gemiddelde lening tegen de bank-optimale interestvoet. De verwachte return van een lening tegen een interestvoet die hoger ligt dan de bank-optimale interestvoet, zal lager liggen dan de verwachte return van de leningen tegen de bank-optimale interestvoet.

Hieruit besluiten Stiglitz en Weiss dat er geen competitieve krachten bestaan die vraag en aanbod dichter bij elkaar brengen. Volgens Stiglitz en Weiss bestaat er nog een tweede manier waarop de interestvoet de verwachte return van de bank kan beïnvloeden nl. via het keuzegedrag van de ontlener. Wanneer de bank hogere interestvoeten oplegt dan zullen risicovollere projecten aangetrokken worden, waarvoor de return lager ligt. De ontlener zal immers als gevolg van de hogere interestvoet de intentie hebben om hogere risicoprojecten te kiezen. Omdat het toekomstige gedrag van de ontlener niet perfect en kosteloos kan

---

[16] Kredietrantsoenering kan gedefinieerd worden als de omstandigheden waarin (a) onder schijnbaar identieke leningaanvragers, sommige een lening krijgen en anderen niet waarbij de afgewezenen onder geen beding een lening kunnen verkrijgen, zelfs al zijn ze bereid een hogere interestvoet te betalen, of (b) er verschillende identificeerbare groepen zijn die met een gegeven hoeveelheid krediet geen lening kunnen verkrijgen tegen geen enkele interestvoet alhoewel ze met een groter kredietaanbod wel één hadden kunnen krijgen (Stiglitz en Weiss, 1981).

gecontroleerd worden, zal de bank rekening houden met dit gedrag om de interestvoet te bepalen. Dit geeft een bijkomende reden waarom banken er de voorkeur aan geven krediet te rantsoeneren in plaats van de interestvoet te verhogen.

Bij het Stiglitz-Weiss-model kunnen enkele kritische randbemerkingen gemaakt worden. Het model is namelijk gebaseerd op enkele veronderstellingen die cruciaal zijn in het bereiken van het hierboven beschreven resultaat. Zo veronderstellen Stiglitz en Weiss dat alle projecten dezelfde verwachte return hebben doch de waarschijnlijkheidsverdeling van de returns kan verschillen. De Meza en Webb (1987) onderzochten wat het resultaat zou zijn wanneer de verwachte return zou verschillen tussen de verschillende projecten. Ze komen tot de verrassende conclusie dat de onmogelijkheid van de bank om de preciese kenmerken van het project te achterhalen zal leiden tot meer investeringen dan sociaal efficiënt zou zijn.

Het traditioneel onderinvesteringsprobleem van Stiglitz en Weiss wordt in hun model omgekeerd tot een overinvesteringsprobleem. Binks, Ennew en Reed (1992) concluderen dat deze tegengestelde resultaten niet noodzakelijk elkaar uitsluiten. In de praktijk kan het best voorkomen dat asymmetrische informatie in sommige situaties zal leiden tot het financieren van lagekwaliteitsprojecten en de weigering tot financiering van hogekwaliteitsprojecten. Onderpand kan hier een belangrijke rol in spelen.

De informatie-asymmetrie kan ook omgedraaid worden wanneer we de relatie bank-startende ondernemer bekijken. De Meza en Southey (1996) vertrekken vanuit een omgekeerde informatiestructuur. De ondernemer die een onderneming opstart is dikwijls onrealistisch optimistisch over zijn project. De banken die heel wat ervaring hebben met startende ondernemingen kunnen het project beter inschatten dan de startende ondernemer zelf. De Meza en Southey stellen dat de ondernemende klasse wordt gedomineerd door de onrealistische optimist wat verschillende gevolgen heeft voor de toegang tot krediet voor de kleine onderneming.

Een interessante conclusie van hun model is dat onrealistisch optimisme leidt tot het overmatig opstarten van projecten waardoor het gemiddelde project verlieslatend is. Dit zal het geval zijn als banken het individuele project niet kunnen beoordelen waardoor ze aan iedereen voorwaarden opleggen die aangepast zijn aan verlieslatende projecten. Hierdoor zullen alle starters, zowel optimisten als pessimisten, maximaal gebruik maken van autofinanciering en zo weinig mogelijk van bankfinanciering. Indien men toch een beroep moet doen op bankfinanciering, dan zal men zo veel mogelijk onderpand geven.

Uit het voorgaande blijkt dat de informatieasymmetrie in belangrijke mate als verklaring kan gebruikt worden voor het fenomeen van de kredietrantsoenering. De belangrijkste vraag die de ondernemer dan

ook bezighoudt, is : hoe hij deze informatie-asymmetrie kan verminderen. Vanuit theoretisch oogpunt kan dit bereikt worden via twee mechanismen : het verschaffen van onderpand en/of het opbouwen van een goede en nauwe relatie met de bankier.

Onderpand kan de rol vervullen van een screeninginstrument voor de bank waarbij goede projecten zichzelf selecteren door het onderpand dat de onderneming bereid is te geven. Stiglitz en Weiss (1981) stellen zich dan ook de vraag of een hogere onderpandsvereiste de te hoge vraag naar kredieten niet kan oplossen waarbij tegelijkertijd het risico vermindert en de return van de bank verhoogt. In hun model komen ze tot dezelfde conclusie als bij de rol van de interestvoet. Er speelt een positief intentie-effect waarbij onderpand de return van de bank verhoogt. Anderzijds speelt er ook een negatief averechts selectie-effect wanneer de onderpandsvereiste verhoogt omdat de gemiddelde en marginale ontlener risicovoller wordt. Stiglitz en Weiss tonen aan dat dit negatieve averechtse selectie-effect het positief intentie-effect meer dan tenietdoet. Het verhogen van de onderpandsvereiste zal de return van de bank verlagen zodat hun conclusie van kredietrantsoenering overeind blijft.

Stiglitz en Weiss kwamen tot deze conclusie door de effecten van de interestbetalingen en de onderpandsvereisten apart te analyseren. In tegenstelling tot de conclusies van Stiglitz en Weiss leidde Bester (1987) uit zijn model af dat winstgevende marktintrede mogelijk is wanneer beide effecten (interestbetalingen en onderpandsvereisten) tegelijkertijd geanalyseerd worden. Kredietrantsoenering treedt volgens hem enkel op wanneer de hoeveelheid onderpand te klein is om ontleners perfect in te schatten of om voldoende sterke intenties af te dwingen.

Onderpand kan als een signaleringsmechanisme dienst doen in die zin dat ontleners met een hoge faillissementskans de voorkeur hebben voor contracten met hogere interestbetalingen en een lagere onderpandsvereiste dan ontleners met een lagere faillissementskans. Onderpand kan ook helpen het moreel risicoprobleem op te lossen. Dit probleem ontstaat wanneer de ontleners kunnen kiezen tussen verschillende investeringsprojecten. Een toename van de interestvoet zal in dat geval tot negatieve intentie-effecten leiden, terwijl een toename in de onderpandsvereisten zal leiden tot een positief effect op de terugbetalingskans. De hogere onderpandsvereiste maakt projecten met een hogere falingskans minder aantrekkelijk voor de ontlener.

Leeth en Scott (1989) voegen hier nog drie motieven voor het gebruik van onderpand aan toe. Door onderpand te geven wordt ex-ante vastgelegd welke activa naar welke kredietverlener gaan in geval van een faillissement. Dit vermindert de ex-postkosten die kunnen gepaard gaan met de verdeling van de activa tussen de verschillende schuldeisers. Onderpand garandeert ook dat de huidige schuldeisers de

hoogste prioriteit hebben bij een eventueel faillissement. Daardoor zullen de controlekosten dalen. En ten slotte kan onderpand ook het onderinvesteringsprobleem, besproken door Myers (1977) helpen verminderen. Onderpand elimineert de welvaartstransfer die ontstaat doordat schuldeisers zonder onderpandsbeveiliging een deel van de nettowaarde van het project verkrijgen dat normaal volledig naar de aandeelhouders zou vloeien. Door de vermindering van de toekomstige faillissementskosten krijgen de aandeelhouders dat deel van de netto waarde dat normaal naar de schuldeisers zou vloeien.

De hierboven besproken theoretische kredietrantsoeneringsmodellen hebben slechts een beperkte verklarende kracht om de contractuele relatie tussen de kleine onderneming en de bank te verklaren. De reden hiervoor kan teruggebracht worden tot de uitgangspunten en de aard van de modellen. Net zoals bij de meeste kapitaalstructuurmodellen wordt de analyse gevoerd, vertrekkende vanuit enkele cruciale onrealistische veronderstellingen. De wiskundige complexiteit van de modellen is erg hoog wat de link naar de empirie soms moeilijk maakt. Keasey en Watson (1995) merken in dit verband op dat de nadruk in verdere ontwikkelingen in de theoretische literatuur zou moeten liggen op het veranderen van de veronderstellingen over de kenmerken van de ontlener, zoals bijvoorbeeld het type van de opbrengstenverdeling of de risicovoorkeuren van de ontleners. Bovendien, merken ze op, maakt de wiskundige complexiteit van de modellen het empirisch testen zeer moeilijk. Ook de kenmerken van de bankier spelen zo goed als geen rol in deze modellen. De kredietrantsoeneringsmodellen zijn voornamelijk vraagzijdegebonden zonder rekening te houden met elementen van de aanbodszijde.

Het verlenen van voldoende onderpand vormt in een aanzienlijk aantal kleine ondernemingen een probleem. Wanneer het bedrijfsonderpand niet voldoet aan de vereisten van de banken dan zal de ondernemer moeten overgaan tot persoonlijke borgstelling of het geven van persoonlijk onderpand (Ang, Lin en Tyler, 1995). Een persoonlijke borgstelling verschilt van persoonlijk onderpand in die zin dat een persoonlijke borgstelling een claim inhoudt op de persoonlijke (huidige en toekomstige) welvaart van de ondernemer terwijl persoonlijk onderpand enkel een expliciete claim op een persoonlijk actief is. Vele kleine ondernemingen nemen een vennootschapsvorm aan om een duidelijke scheiding aan te brengen tussen het bedrijfsrisico en het persoonlijk risico. Doch een tekort aan bedrijfsonderpand, gevolgd door het geven van een aanzienlijke hoeveelheid persoonlijk onderpand ten opzichte van het kapitaal van de onderneming kan de bescherming via de beperkte aansprakelijkheid uithollen. Het geven van een solidaire borgstelling doet zelfs de bescherming van beperkte aansprakelijkheid quasi volledig verdwijnen. We mogen aannemen dat vennootschappen minder snel geneigd zullen zijn om persoonlijk onderpand of borgstelling te geven.

Ang, Lin en Tyler (1995) geven voor deze stelling nog een tweede verklaring vanuit de agentschapstheorie. Het geven van persoonlijk onderpand kan grote potentiële agentschapsconflicten veroorzaken tussen

de individuele partners. Wanneer alle partners persoonlijk onderpand of borgen geven dan kunnen de handelingen van één individuele partner de welvaart en de activa van de andere partners in gevaar brengen. Dit effect wordt nog versterkt wanneer één partner meer persoonlijk onderpand geeft dan de andere partners. Die andere partners zouden namelijk grotere risico's kunnen nemen op kosten van die ene partner.

Recent onderzoek via een interviewstudie van Mann (1997) leverde een aantal bijkomende inzichten op over de redenen waarom banken in het ene geval leningen met, en in een ander geval leningen zonder bedrijfsonderpandsbeveiliging toestaan. Traditionele (theoretische) argumenten blijken minder van toepassing te zijn. Zo argumenteert Mann bijvoorbeeld dat persoonlijk onderpand veel effectiever is dan bedrijfsonderpand om mogelijke negatieve intentie-effecten te verminderen. Daarnaast stelt hij dat de waarde van bepaalde bedrijfsactiva in een kleine onderneming, zoals bijvoorbeeld de voorraden en de handelsdebiteuren, in geval van liquidatie vrij laag zijn. Hiermee toont hij aan dat het traditionele argument om bedrijfsonderpand te nemen, nl. de kans vergroten dat de ontlener de lening kan recupereren door gedwongen liquidatie, niet echt opgaat voor kleine ondernemingen.

Ondanks het feit dat bepaalde waarborgen zoals bijvoorbeeld het pand op het handelsfonds, gezien deze tegenargumenten, weinig nut hebben, blijkt er in de praktijk toch frequent gebruik van gemaakt te worden. Er moeten dus nog andere redenen zijn buiten de traditonele, die het gebruik van bedrijfsonderpand verklaren. In zijn onderzoek komt Mann (1997) tot de conclusie dat bedrijfsonderpand vooral gebruikt wordt om kleine ondernemingen ervan te weerhouden in de toekomst buitensporig gebruik te maken van schuldfinanciering. Door het bedrijfsonderpand worden andere, toekomstige bankiers openlijk in kennis gesteld van de aanwezigheid van een andere bank. Op die manier kan de huidige bankier *een beperking opleggen voor eventuele toekomstige leningen* bij andere banken.

Het theoretisch onderzoek suggereerde al dat er verschillende factoren zijn die het gebruik van onderpand beïnvloeden. Leeth en Scott (1989) vonden dat er zeven verschillende factoren zijn die een invloed hebben op het gebruik van onderpand door kleine ondernemingen. Het faillissementsrisico, de grootte van de lening, de duur van de lening en de verkoopbaarheid van de activa zijn positief gerelateerd met de kans dat voor een lening onderpand werd gegeven. Ook voor de risicovrije interestvoet, de ondernemingsgrootte en de rechtsomgeving werden effecten gevonden alhoewel niet echt uitgesproken.

Ang, Lin en Tyler (1995) onderzochten specifiek voor kleine ondernemingen het gebruik van persoonlijk onderpand en persoonlijke borgstelling. Ze komen tot de conclusie dat persoonlijke verbintenissen door de ondernemer een belangrijke component is in het aangaan van leningen door kleine ondernemingen. Het

voorkomen van persoonlijke verbintenissen hangt af van de organisatievorm, de ondernemingsgrootte, de winstgevendheid en de schuldratio. Naargelang de vennootschapsvorm zal er meer of minder persoonlijk onderpand gegeven worden. De ondernemingsgrootte blijkt negatief gerelateerd te zijn met de persoonlijke verbintenissen. Een lagere schuldratio blijkt overeen te komen met een verminderde bereidheid tot persoonlijk onderpand.

De schuldgraad in een kleine onderneming wordt dus begrensd door de bereidheid van de ondernemer om persoonlijke verbintenissen aan te gaan. Tussen winstgevendheid en persoonlijke verbintenissen bestaat een inverse relatie. Winstgevende ondernemingen staan in een sterkere onderhandelingspositie ten opzichte van de banken zodat ze gemakkelijker persoonlijke borgen kunnen weigeren. Bovendien kunnen ze via de ingehouden winsten interne fondsen genereren zodat ze in mindere mate een beroep moeten doen op schuldfinanciering.

Naast het feit dat het geven van onderpand een essentieel kenmerk is van het schuldcontract voor kleine ondernemingen is ook *de kortere duur van het schuldcontract* een veel geciteerd kenmerk (o.a. Pettit en Singer, 1985, Constand, Osteryoung en Nast, 1991a) als antwoord op agentschapsproblemen die de relatie bankier-ondernemer kenmerken. De redenen voor deze kortere duur zijn divers. Ang (1991) haalt in dit opzicht de kortere verwachte levensduur van kleine ondernemingen aan. De afwezigheid van publiek verhandelde aandelen, de grotere risicobereidheid van de ondernemers, het gebrek aan een uitgebouwd managementteam, de opvolgingsproblematiek en de beperkte persoonlijke welvaart van de ondernemers brengen een kortere levensverwachting van de kleine onderneming met zich mee. Voor de verschillende belangenpartijen impliceert dit dat de transactiehorizon korter wordt. Constand, Osteryoung en Nast (1991) komen tot de bevinding dat gedekte roll-overkredieten de ideale oplossing zijn voor de diverse problemen bij de financiering van kleine ondernemingen. Als onderpand kunnen de handelsdebiteuren en de voorraden gebruikt worden. Door het hernieuwend karakter van de overeenkomst wordt de bank periodiek geïnformeerd over de onderneming. Bovendien wordt de bank regelmatig geïnformeerd over veranderingen in de voorraden en de handelsdebiteuren. Dit geeft de bank de mogelijkheid om bij financiële problemen onmiddellijk bezit te nemen van de activa. Deze mogelijkheid herleidt de eventuele directe faillissementskosten tot bijna een minimum. De kosten bij financiële problemen zijn dus in hoofdzaak immaterieel van aard. Daarbuiten tonen Constand, Osteryoung en Nast aan dat dit type contract uitermate geschikt is om over- en onderinvesteringsproblemen op te vangen.

(b) Conclusies uit de cases.

De relatie kleine onderneming - bank kan vanuit een agentschapskostenstandpunt geanalyseerd worden. Vanuit de agentschapskostentheorie verwachten we dat de agentschapskosten in de mate van het mogelij-

ke zullen verminderd worden door *beide* partijen via verschillende controlemechanismen. In de praktijk stellen we vast dat de banken gebruik maken van controlemechanismen zoals onderpand en beperkende covenanten ('monitoring costs'). De kleine ondernemingen zullen in de mate van het mogelijke deze kosten trachten te vermijden of te verminderen. Men zal bijvoorbeeld proberen een volmacht tot hypotheek te geven in plaats van een volledige hypotheekinschrijving. Doch meestal heeft een kleine onderneming slechts een beperkte onderhandelingsmarge ten opzichte van een bank. De grootte van de onderhandelingsmarge blijkt gedeeltelijk af te hangen van de **toekomstige rentabiliteit voor de bank** van de kleine onderneming. De toekomstige rentabiliteit voor de bank blijkt de laatste jaren een steeds belangrijkere rol te spelen in het kredietverleningsproces. Door de toegenomen concurrentie op de markt zijn de marges op kredieten laag zodat de potentiële rendementen op andere producten mee worden opgenomen in de kredietaanvraag. Dit fenomeen blijkt ook in andere landen voor te komen. Galesne (1996) vond in een onderzoek van Franse banken dat de rentabiliteit voor de bank tijdens de laatste jaren een vierde belangrijke beslissingsfactor is geworden naast de morele kredietwaardigheid, de soliditeit en de terugbetalingscapaciteit.

Door deze beperkte onderhandelingsmarge zullen kleine ondernemingen de opgelegde waarborgen moeten aanvaarden omdat ze anders geen kredieten kunnen verkrijgen. Volgens Mann (1997) *kan* de beperkte financiële expertise (=begrensde rationaliteitselement) eveneens een rol spelen bij de controlemechanismen die in een kredietcontract zullen opgenomen worden. De beperkte mogelijkheden om de kosten en opbrengsten van alternatieve financieringsbronnen te beoordelen zal er in veel gevallen de oorzaak van zijn dat de bank vrij spel krijgt bij het vastleggen van de controlemechanismen. Alhoewel Mann een aantal tegenindicaties heeft voor dit argument, blijkt dit voor de cases in deze studie wel een verklaring te bieden.

Alhoewel Mann (1997) vaststelde dat er een evolutie is naar meer kredieten zonder onderpandsbeveiliging, blijkt dit voor de cases in deze studie niet het geval te zijn. Blijkbaar proberen de banken steeds waarborgen te vragen, zelfs al is dit strikt genomen niet echt nodig. Deze waarborgen dienen dan niet op de eerste plaats als controlemechanisme doch als **signaal naar de andere banken**. Als onderliggende reden speelt ook het binden van de klant mee. De banken nemen in dat geval genoegen met een volmacht tot hypotheek en een beperkte inschrijving, meestal aangevuld met pand op het handelsfonds. De bevinding van Mann (1997) dat banken bijvoorbeeld bedrijfsonderpand vragen om een beperking op te leggen aan de toekomstige leningen bij andere banken, wordt hiermee bevestigd.

Kleine ondernemingen aanvaarden niet elke waarborg. Een ondernemer gaat kredieten aan om zijn

financiële doelfunctie te maximaliseren. Hierbij maakt hij een afweging tussen het bijkomend nut van de kredieten en de vermindering van het nut ten gevolge van de opgelegde controlemechanismen. Zo blijkt dat kleine ondernemingen in het algemeen persoonlijke borgen zo veel mogelijk trachten te vermijden omdat deze vaak een te groot negatief effect hebben op de financiële nutsfunctie van de ondernemer. Wanneer persoonlijk onderpand onvermijdelijk is, dan probeert men er zo snel mogelijk onderuit te komen. Dit kan volgens de banken wanneer er essentiële aandachtspunten van het kredietdossier in gunstige zin zijn gewijzigd. De persoonlijke borgen worden voornamelijk gevraagd in de opstartfase van de onderneming. Dit is volgens de bankiers logisch omdat in vele kleine ondernemingen de solvabiliteit te laag is zodat bedrijfsonderpand niet volstaat en men moet overgaan tot solidaire borgstelling. Bovendien hebben startende ondernemingen nog geen voorgeschiedenis zodat de banken bij deze ondernemingen alles proberen af te dekken met borgen. Hoeveel waarborgen men neemt hangt af van het blanco risico dat men wil nemen. Dit blanco risico wordt geplaatst tegenover het gecorrigeerd eigen vermogen[17]. Zoveel te hoger dit gecorrigeerd eigen vermogen, zoveel te meer schulden een onderneming kan aangaan.

Naast de controlemechanismen opgelegd door de banken zal volgens de agentschapskostentheorie de ondernemer zelf beslissen uitgaven te doen om zijn handelingen te beperken ('bonding costs'). Hiervoor vinden we geen bewijzen terug in de cases. Het opleggen van controlemechanismen die directe kosten met zich meebrengen laat men over aan de banken. We vinden wel dat er actieve inspanningen gedaan worden om agentschapsproblemen te verminderen, voor zover er geen directe kosten mee gepaard gaan. Een ondernemer zal daarom veel belang hechten aan de relatie met de bankier en het opbouwen van een goede reputatie omdat dit goedkope mechanismen zijn om mogelijke agentschapskosten te verminderen. In de volgende paragrafen wordt hier verder op ingegaan.

De activaspecificiteit blijkt praktisch geen rol te spelen bij de keuze tussen eigen vermogen en schuldfinanciering zoals vooropgesteld door de transactiekostentheorie (Williamson, 1988). Zoals voorheen al werd aangehaald spelen de grootte van het bedrag en een pikorde in financieringsvoorkeur een belangrijke rol.

Hypothese 9 : Het al of niet verkrijgen van langetermijnkredieten hangt in grote mate af van de bereidheid en de mogelijkheid tot het verlenen van onderpand.

---

[17] Iedere bank zal de solvabiliteitsratio van een onderneming herberekenen waarbij bijvoorbeeld de immateriële vaste activa meestal in mindering worden gebracht en rekening wordt gehouden met de niet-geboekte meer- of minderwaarden.

Hypothese 10 : Een hoger gecorrigeerd eigen vermogen verhoogt de schuldcapaciteit[18] van de onderneming.

Vooraleer men gaat praten over waarborgen moet de onderneming duidelijk voldoende **terugbetalingscapaciteit** hebben. Waarborgen zijn noodzakelijk doch voor alles waarborgen vragen wordt door de banken niet als goed bankierschap beschouwd. Alles afdekken met waarborgen zonder dat de onderneming voldoende terugbetalingscapaciteit heeft, kan niet wegens de toegenomen aansprakelijkheid van de bank. De terugbetalingscapaciteit wordt berekend uit de vrije cash flow. Zoveel te hoger deze vrije cash flow, zoveel te beter is de terugbetalingscapaciteit en zoveel te hoger de schuldcapaciteit.

Hypothese 11 : Een hogere terugbetalingscapaciteit zal leiden tot een hogere schuldcapaciteit.

3.3.4.3 De relatie met de bankier en het verkrijgen van kredieten.

(a) Theoretische beschouwingen.

Buiten allerlei contractuele beperkingen en het verlenen van onderpand kan de informatieasymmetrie ook verminderd worden door het opbouwen van een nauwe en open relatie met de bankier. Binks en Ennew (1996) benadrukken dat de relatie met de bankier geen eenrichtingsproces mag zijn. Een nauwe relatie moet de bankier toelaten om een duidelijk inzicht te krijgen in het functioneren van de onderneming en de interactie met de directe omgeving. Bovendien krijgt de bankier een beter inzicht in de kwaliteiten en gebreken van de ondernemer zodat hij de morele kredietwaardigheid beter kan inschatten. De bankier krijgt dus een goed totaalbeeld van de ondernemer. Hiermee is de relatie niet voltooid. De bankier van zijn kant moet de ondernemer ook bijstaan met aangepaste informatie en advies op regelmatige tijdstippen. Een goede service naar de ondernemer toe bevordert de relatie. De private informatie die de banken via deze relatie verkrijgen, kan gebruikt worden om de contractuele bepalingen van het schuldcontract te verfijnen.

Petersen en Rajan (1994) onderzochten verschillende dimensies van de relatie tussen de ondernemer en de bankier die kunnen bijdragen tot het verminderen van het informatieprobleem. De eerste dimensie is de duur van de relatie. Men kan verwachten dat naarmate de relatie met de bankier van langere duur is, de onderneming een reputatie van betrouwbaarheid en levensvatbaarheid opbouwt die voor de bankier een signaal is dat het verstrekken van een lening minder risicovol is als voorheen. De kredietverlener kan dan beslissen een lagere interestvoet te geven of meer krediet te verlenen. Diamond (1989) analyseerde de rol

[18] Met schuldcapaciteit wordt de mogelijkheid om schulden aan te gaan bedoeld.

van reputatieopbouw in de vermindering van het intentieprobleem tussen leners en ontleners. Hij toonde aan dat het informatieprobleem een hoogtepunt bereikt voor een onderneming met een korte track record. Naarmate een onderneming een goede reputatie opbouwt zal het intentieprobleem verminderen. Een goede reputatie wordt dan een waardevol activum zodat de onderneming een project met een laag risico zal verkiezen boven één met een hoog risico zodat het risico op betalingsmoeilijkheden wordt vermeden. Betalingsmoeilijkheden zouden de waarde van het activum "reputatie" immers fel doen dalen. Petersen en Rajan (1994) argumenteren dat dit reputatie-effect niet altijd hoeft af te hangen van de duur van de relatie. Wanneer de kredietverlener in staat is voldoende informatie te verkrijgen over de onderneming door te kijken naar de interacties met vroegere kredietverleners dan is het niet de duur van de relatie die van belang is, doch wel de leeftijd van de onderneming.

Een tweede dimensie omvat het aantal bankdiensten waarvan de onderneming gebruik maakt. Buiten de mogelijkheid om leningen aan te gaan bij banken maken ondernemingen ook gebruik van een heel aantal financiële diensten. Volgens Petersen en Rajan zal het aantal diensten waarvan men gebruik maakt een invloed hebben op de schuldfinanciering van de onderneming. De bank krijgt hierdoor immers meer preciese informatie over de onderneming en de vaste kosten voor het verzamelen van informatie kunnen over meerdere producten gespreid worden. Bijgevolg zal de beschikbaarheid van fondsen voor de onderneming toenemen wanneer ze ook gebruik maakt van andere bankdiensten.

De derde dimensie omvat de graad van concentratie van het aantal leningen. Bij vele ondernemers leeft het idee dat men de concurrentie tussen de banken maximaal moet uitspelen om de beste voorwaarden te verkrijgen (Donckels e.a., 1987). Petersen en Rajan (1994) stellen daarentegen vast dat het hebben van slechts één bankier de kosten van schulden verlaagt en de bereikbaarheid van schulden doet toenemen. Een verklaring hiervoor vindt men in het feit dat het concentreren van de leningen bij één financiële instelling het informatieprobleem helpt oplossen. Een andere interpretatie kan liggen in het feit dat het aantal banken een proxy is voor kwaliteit. Ondernemingen van lagere kwaliteit worden verplicht om bij meerdere banken aan te kloppen om voldoende bijkomend kapitaal te kunnen ontlenen. In hun empirische studie onderzochten Petersen en Rajan (1994) de invloed van deze drie dimensies op zowel de hoogte van de interestvoet als de bereikbaarheid van schuldfinanciering. Van de drie dimensies vonden ze enkel een effect van de leningconcentratie op de interestvoet. Ondernemingen die bij meerdere banken leningen aangaan betalen doorgaans een significant hogere interestvoet. Voor de bereikbaarheid van schuldfinanciering zijn de effecten duidelijker. De bereikbaarheid van schuldfinanciering bij de banken stijgt naarmate de relatie langer bestaat, het aantal financiële diensten groter is en het aantal leningen geconcentreerd is bij dezelfde bank. Een vergelijkbaar onderzoek uitgevoerd door Berger en Udell (1995) leverde betere resultaten op wat betreft de effecten op de interestvoet. Kleine ondernemingen met een langere bankrelatie

kunnen tegen lagere interestvoeten lenen en zullen minder snel onderpand moeten geven om een lening te verkrijgen. Berger en Udell onderzochten als kredietvorm enkel het kaskrediet, wat een relatiegebaseerde kredietvorm is. Dit verklaart volgens hen de tegenovergestelde resultaten met Petersen en Rajan die ook transactiegebaseerde kredietvormen zoals de hypotheeklening of het uitrustingskrediet onderzochten.

(b) Conclusies uit de cases.

Uit de cases blijkt dat een goede relatie met de bankier als zeer belangrijk wordt ervaren. Bij de oorspronkelijke keuze van de bankier(s) wordt de concurrentie uitgespeeld. De bank met het beste voorstel wordt de huisbankier. Daarnaast heeft men meestal nog een bijbankier. Eens de huis- en bijbankier gekozen zijn, krijgen deze in het algemeen een quasi-monopoliepositie. In ruil wordt flexibiliteit in het toekennen van kredieten verwacht. Het blijkt dat wanneer een bank 'ten onrechte' moeilijk doet over een krediet, deze bank vervangen wordt. Daarnaast verwacht men van de bankier dat hij meedenkt in de zaak. Daarom houdt men de bankier goed op de hoogte van wat er zich afspeelt in de onderneming.

'Shopping around' wordt praktisch niet gedaan. Hoogstens speelt men de huis- en bijbankier tegenover elkaar uit. Shopping around gebeurt enkel wanneer de zaken, ofwel zeer goed, ofwel slecht gaan en de huisbankier moeilijk doet. Doch ook onder deze omstandigheden blijkt dat het nog altijd beter is een goede relatie met de bankier te onderhouden dan te gaan 'shoppen'. Dit wordt bevestigd door de banken. Het feit dat een ondernemer enkele banken tegen elkaar uitspeelt wordt eerder als positief ervaren daar dit getuigt van 'goed zaken doen'. Echt shoppen om het onderste uit de kan te halen wordt als negatief aanzien. De banken willen wel meedoen in een concurrentiestrijd doch dan wil men wel een langetermijnrelatie met die klant kunnen opbouwen. Van echte shoppers weet men dat ze bij een volgende krediet toch naar de bank gaan die op dat ogenblik het laagste tarief aanbiedt. Men verdient bovendien weinig aan echte shoppers want men moet ze binnenhalen met een bodemtarief en een rendement op lange termijn is vrij onzeker. De banken proberen de echte shoppers te vermijden. Het is dus beter dat de ondernemingen eerder streven naar een langetermijnrelatie dan te shoppen. Dit blijken de ondernemers goed te beseffen want men heeft meestal maar twee à drie bankiers die men wel telkens tegen elkaar uitspeelt. Het hebben van slechts één of meer dan drie bankiers blijkt negatief te werken.

De quasi-monopoliepositie die de huisbankier meestal krijgt houdt ook gevaren in. De belangen van de bankiers lopen immers niet altijd gelijk met de belangen van de onderneming. Zo blijken enkele ondernemingen veel kaskrediet te hebben terwijl de goedkopere straight loan de aangewezen financieringsvorm bleek te zijn. Bij enkele ondernemingen was deze verkeerde financieringsvorm zelfs de reden om van bankier te veranderen. Deze situatie wordt door de banken als normaal omschreven en is ontstaan vanuit een vroegere één bank-klant relatie. De klant ging er automatisch van uit dat de bankier hem de gunstigste

kredietvorm zou voorstellen. Dit was soms niet in overeenstemming met de (rendements)belangen van de bankier. Wanneer het een onwetende klant betrof durfde men een kredietvorm geven die voor de bank het meeste voordeel opleverde. Door de toegenomen prospectie en concurrentie in de markt komen verschillende ondernemers er achter dat ze slecht gefinancierd zijn en te veel betalen zodat ze van bank proberen te veranderen.

Een goede relatie blijkt wel degelijk een invloed te hebben op de schuldcapaciteit van de onderneming. Onder een goede relatie verstaat men alle aspecten die bijdragen tot het *beter leren kennen van de klant.* Zo zal in eerste instantie de lengte van de relatie en het aantal bankdiensten waarvan men gebruik maakt een rol spelen. Verder blijkt niet de concentratie van de leningen zoals vooropgesteld door Petersen en Rajan (1994) doch de concentratie van de waarborgen van belang te zijn. Wanneer de waarborgen verspreid zijn over verschillende bankiers dan is dit een negatief element in de kredietbeoordeling. We kunnen dan ook besluiten dat een goede relatie, gekenmerkt door deze drie aspecten de schuldcapaciteit verhoogt.

Hypothese 12 : Een goede relatie met de bankier verhoogt de schuldcapaciteit.

Buiten het feit dat, wanneer het aantal bankdiensten bij één bank geconcentreerd is, deze de bank de mogelijkheid geven om meer informatie te krijgen over de klant, is er ook het rendemenentsaspect voor de bank dat speelt. Zoals voorheen al werd beschreven is het rendement dat de bank haalt op een klantenrelatie een belangrijk aspect in het kredietverleningsproces. Hierbij wordt de volledige klantenrelatie in aanmerking genomen. Wanneer een ondernemer, zowel voor beroepsdoeleinden als private doeleinden gebruik maakt van de diensten van dezelfde bank, dan kan dat een kredietaanvraag in gunstige zin beinvloeden. De banken blijken bijvoorbeeld een grote waarde te hechten aan de persoonlijke beleggingsportefeuille van de klant. De concentratie van het aantal bankdiensten kan dan ook vanuit dit rendementstandpunt de schuldcapaciteit van de onderneming verhogen.

In de relatie bankier-ondernemer is het 'vertrouwen' (morele kredietwaardigheid) een cruciaal punt. Zonder vertrouwen kan er geen kredietverlening zijn. De morele kredietwaardigheid is grotendeels een subjectieve beoordeling doch we kunnen wel een aantal elementen onderscheiden die de morele kredietwaardigheid kunnen beïnvloeden : opleiding, relevante ervaring, openheid naar de banken toe, vroegere ervaringen, aan bankshoppen doen, ... Opleiding en ervaring werden voorheen al bestudeerd in het kader van de begrensde rationaliteit. Deze twee ondernemerskenmerken blijken dus zowel een invloed te hebben aan vraagzijde als aan aanbodszijde. We kunnen hieruit de volgende hypothese afleiden :

Hypothese 13 : (a) Een hoger opleidingsniveau en (b) meer ervaring zullen positief geëvalueerd worden door de banken en verhogen de schuldcapaciteit van de onderneming.

3.3.5 Handelskrediet en de relatie met de leveranciers.

3.3.5.1 Theoretische beschouwingen.

Langetermijnkredieten en extern eigen vermogen zijn soms moeilijk te verkrijgen voor kleine ondernemingen, zeker wanneer de hoeveelheid onderpand beperkt is en de onderneming nog niet lang genoeg bestaat om een vertrouwensrelatie op te bouwen met de banken. Daarom spelen leverancierskrediet en kortetermijnbankkredieten een belangrijke rol in het financieringsproces van de kleine onderneming (Walker, 1989). In deze paragraaf wordt het leverancierskrediet als financieringsbron voor de kleine onderneming besproken. In de literatuur werden verschillende theoretische motieven ontwikkeld voor het bestaan van leverancierskrediet. Twee vragen kunnen hierbij centraal gesteld worden. Ten eerste, waarom staat een onderneming handelskrediet toe? Ten tweede, wanneer een kleine onderneming de mogelijkheid heeft om gebruik te maken van leverancierskrediet, onder welke omstandigheden maakt ze er dan gebruik van en wanneer niet? Vooral deze tweede vraag is belangrijk in het kader van dit onderzoek.

Emery (1988) maakt een onderscheid tussen vier verschillende motieven voor het gebruik van handelskrediet. Als eerste motief onderscheidt Emery het operationele motief. Een onderneming die met een onregelmatige vraag wordt geconfronteerd ten gevolge van onzekerheid of seizoensschommelingen moet voorbereid zijn om te kunnen reageren op afwijkingen van de verwachte vraag. Dit kan gebeuren in de vorm van tijdelijke prijsveranderingen of het aanleggen van voorraden, doch dit zijn dure oplossingen. Een goedkoper alternatief is een tijdelijke verstrenging of versoepeling van de kredietermijnen als antwoord op een teruglopende of overmatige vraag. De verkoper gebruikt dan de kredietpolitiek in plaats van de operationele politiek als antwoord op een variabele vraag.

Het motief dat evenwel de meeste aandacht kreeg in de literatuur is het financiële motief. Dit motief houdt in dat ondernemingen die tegen relatief lage kosten leningen kunnen verkrijgen, handelskrediet geven aan ondernemingen die een hogere kost moeten betalen voor hun leningen. Dit argument lijkt zinvol in het geval van een kleine onderneming die grote ondernemingen als leveranciers heeft. Verschillende auteurs bestudeerden het handelskrediet in relatie tot het financieringsmotief. Schwartz (1974) komt in zijn macro-economisch georiënteerd model tot de bevinding dat gevestigde ondernemingen, gekenmerkt door een aanzienlijke groeivoet en winstgevendheid zullen deelnemen aan het financieren van kleinere jongere ondernemingen via het verlenen van handelskrediet. Dit effect wordt belangrijker naarmate het geldaanbod krap wordt. In dat geval zullen de interestvoeten stijgen en de kredietrantsoenering toenemen wat

vooral gevolgen heeft voor de kleinere ondernemingen. Kleine ondernemingen zullen dan bankkredieten vervangen door handelskrediet terwijl de grotere ondernemingen hun leningscapaciteit meer benutten om gelden ter beschikking te stellen van hun klanten om op die manier de relatie in stand te houden.

Emery (1984) beschouwt een situatie waarin de ontleningsinterestvoet hoger is dan de interestvoet voor beleggingen. Deze situatie kan een belemmering vormen voor het verhandelen van goederen. De koper wordt verondersteld te lenen tegen de hogere ontleningsinterestvoet om de goederen te kunnen kopen. De verkoper daarentegen kan deze gelden enkel beleggen tegen de lagere interestvoet voor beleggingen. Dit verschil wordt door Emery het financiële markttarief genoemd, bestaande uit een deel van het surplus van de koper en verkoper. De koper en verkoper kunnen tenminste een deel van dit verloren surplus terug verkrijgen door het gebruik van handelskrediet. Een basisvoorwaarde is wel dat de verkoper een liquide reserve heeft. In dat geval is de opportuniteitskost voor de verkoper gelijk aan de interestvoet voor beleggingen op de markt, vermeerderd met de informatie- en inningskosten verbonden aan het verlenen van handelskrediet. Deze informatie- en inningskosten worden verondersteld lager te liggen voor de verkoper dan voor de bank. De informatiekosten liggen lager omdat de verkoper beter vertrouwd is met de klanten en het product. De inningskosten liggen eveneens lager omdat in geval van faillissement de voorraad een hogere onderpandswaarde heeft voor de verkoper dan voor de bank. De verkoper kan immers het product relatief gemakkelijk herwerken, indien nodig, en het opnieuw verkopen.

Uit het voorgaande blijkt dat er voordelen zijn verbonden aan handelskrediet ten opzichte van bankkredieten. Men zou kunnen besluiten dat de hoeveelheid handelskrediet en de kredietermijnen onbeperkt kunnen zijn. Dit blijkt in de praktijk niet zo. Er moeten dus ook nadelen verbonden zijn aan handelskrediet. Volgens Emery bestaan er imperfecties op de markt die een nadeel zijn bij het verlenen van handelskrediet zoals de transactiekosten voor het omzetten van debiteuren in cash en een inkomensbelasting. Het optimale bedrag aan handelskrediet wordt bepaald door het punt waar de marginale opbrengsten voor het verlenen van handelskrediet gelijk zijn aan de marginale kosten.

Naast het operationele en het financiële motief bespreekt Emery (1988) nog twee minder frequent bestudeerde motieven nl. het contractkostenmotief en het prijsmotief. Het contractkostenmotief beschouwt de verschillende kosten, verbonden aan een contract zoals de onderhandelings- en controlekosten en de middelen om deze kosten te verminderen. In het verkoopcontract staan verschillende elementen vermeld zoals de prijs, de hoeveelheid, de kwaliteit en de leveringstermijn. Bepaalde elementen, zoals de kwaliteit en de hoeveelheid zijn meestal niet direct observeerbaar op het moment van de levering. Om te vermijden dat er een situatie van marktfaling ontstaat zoals beschreven door Akerlof (1970), moeten er bepaalde procedures worden opgezet. Eén dergelijke procedure is het handelskrediet. De klant krijgt zo de moge-

lijkheid om zich te vergewissen van de kwaliteit en de kwantiteit van de goederen vooraleer hij betaalt waardoor een deel van het informatieprobleem wordt opgelost.

Het prijsmotief houdt in dat verkopers soms niet de mogelijkheid hebben om de prijs te vragen die hun winst maximaliseert door bijvoorbeeld het opleggen van vrijwillige of onvrijwillige prijsbeperkingen door de overheid. Om deze beperkingen te omzeilen kunnen verkopers hun werkelijke krediettermijnen verhogen. Hierdoor kunnen ze hun welvaart verhogen. Een ander prijsmotief werd uitgewerkt door Brennan, Maksimovic en Zechner (1988). Deze auteurs tonen aan dat een verkoper met een sterke machtspositie, door het gebruik van leverancierskrediet, een potentieel winstgevende prijsdisciminatie kan doorvoeren tussen klanten die contant betalen en klanten die op termijn betalen.

Smith (1987) creëerde een model dat verder bouwde op het financiële en operationele motief waarin handelskrediet gebruikt wordt als een screeninginstrument bij een situatie van asymmetrische informatie. De informatieasymmetrie speelt in twee richtingen. De verkoper heeft minder informatie over het faillissementsrisico van de koper. Daarnaast kan de verkoper opportunistisch handelen door goederen van minderwaardige kwaliteit af te leveren of contractueel overeengekomen termijnen niet te respecteren. De keuze van de koper tussen bankkredieten en handelskrediet wordt bepaald door zijn schatting van het risico te vergelijken met de interestvoet die de bank vraagt. Wanneer de bank een interestvoet vraagt die hoger ligt dan zijn schatting van het risico, zal hij opteren voor handelskrediet. Naast de schatting door de koper van zijn eigen risico zal de keuze tussen bankkrediet en handelskrediet ook afhangen van de mogelijkheid van de verkoper om opportunistisch te handelen. Doch voor dit laatste argument volstaat een korte krediettermijn reeds om zich van de kwaliteit van de gekochte goederen te vergewissen. Bovendien wordt mogelijk opportunistisch gedrag van de verkoper op voorhand uitgesloten wanneer de verkoper veel geïnvesteerd heeft in de relatie met de koper. Wanneer de verkoper dan opportunistisch gedrag vertoont, wordt de relatie verbroken en verliest hij het geïnvesteerde bedrag. Wanneer de investering van de verkoper niet significant is, zal de koper contant betalen als de verkoper een goede reputatie te verdedigen heeft. Wanneer de reputatie van de verkoper niet bekend is, zal de krediettermijn die de koper verlangt overeenkomen met de termijn die hij nodig heeft om zich te vergewissen van de kwaliteit van de aangekochte goederen.

Een verkoper die rekening houdt met deze feiten kan de kredietvoorwaarden zo bepalen dat ze de rol van screeninginstrument vervullen. Een koper die besluit contant te betalen wordt in het model van Smith (1987) beschouwd als een goed risico. Wanneer de koper toch kiest om op termijn te betalen en de korting voor contante betaling laat schieten, weet de verkoper dat hij te maken heeft met een risicovolle koper die financieel zo zwak staat dat hij nergens geen krediet meer krijgt. In dat geval zal de verkoper

controles doorvoeren om te weten te komen of het hier een tijdelijk dan wel een structureel probleem betreft. Om de reeds gedane investeringen te beschermen kan de verkoper dan beslissen om handelskrediet toe te staan. Op termijn haalt hij er voordelen uit. Dit verklaart volgens Smith (1987) waarom de verkoper handelskrediet kan toestaan tegen een lager tarief dan de banken.

Smith (1987) introduceerde het idee dat ondernemingen kredietttermijnen geven opdat de klant zich van de kwaliteit van de gekochte goederen kan vergewissen. Dit motief werd verder uitgewerkt door Long, Malitz en Ravid (1993) en Lee en Stowe (1993). Long e.a. (1993) tonen aan dat, wanneer beide partijen niet dezelfde informatie hebben over het ondernemingstype en de productkwaliteit, én er geen andere manier bestaat om een goede reputatie te verkrijgen, dan kan het toestaan van handelskrediet een kwaliteitssignaal zijn in die zin dat het verlenen van een kredietttermijn de koper moet toelaten de kwaliteit van de aangekochte goederen te controleren. In het model van Lee en Stowe (1993) wordt het gebruik van handelskrediet beschouwd als een impliciet garantiebewijs voor de productkwaliteit (in de veronderstelling dat enkel de verkoper de werkelijke productkwaliteit kent). Een koper die de korting voor contante betaling meeneemt en contant betaalt, draagt zelf het productrisico. Het verschil tussen de prijs bij contante betaling en de prijs bij betaling op termijn kan volgens Lee en Stowe beschouwd worden als de prijs van het garantiebewijs. Naast dit impliciete garantiebewijs bestaat er ook nog de normale productgarantie. Lee en Stowe gaan na onder welke omstandigheden een verkoper eerder gebruik zal maken van handelskrediet dan van de normale productgarantie. Ze komen tot de conclusie dat een verkoper zonder reputatie (voornamelijk kleine en jonge ondernemingen) eerder gebruik zal maken van handelskrediet dan van een productgarantie.

Tegen deze achtergrond tonen Lee en Stowe aan dat de grootte van de korting voor contante betaling informatie bevat over de productkwaliteit. Producenten van producten met een lagere kwaliteit zullen een hogere korting voor contante betaling geven om meer kopers te overtuigen contant te betalen zodat een groter productrisico bij de koper gelegd wordt. Producenten van producten met een hogere kwaliteit zullen een lagere korting voor contante betaling geven omdat ze zekerder zijn dat hun producten niet zullen "falen" in de markt.

Een theoretische verklaring voor het feit dat een onderneming toch verkiest gebruik te maken van leverancierskrediet, alhoewel deze kredietvorm kostelijker kan zijn dan bankkredieten, vinden we terug in het model van Biais en Gollier (1997). In hun model vervult het leverancierskrediet niet enkel de rol van financieringsbron, doch ook die van signaleringsinstrument naar de banken toe. Wanneer een verkoper bereid is om leverancierskrediet toe te staan, waardoor hij het risico loopt niet betaald te worden, dan betekent dit dat de leverancier goede informatie moet hebben over de koper. Een bank kan deze private

informatie van de verkoper gebruiken in zijn relatie met de koper zodat de kredietrantsoenering ten gevolge van averechtse selectie kan verminderd worden. De bereikbaarheid van handelskrediet vergemakkelijkt de toegang tot bankkrediet, wat verklaart waarom zowel leverancierskrediet als kortetermijnbankkredieten gebruikt worden ter financiering van de aankopen, alhoewel de ene financieringsbron duurder is dan de andere.

3.3.5.2 Conclusies uit de cases.

In deze paragraaf gaat de aandacht vooral uit naar de factoren die een invloed kunnen hebben op de hoeveelheid leverancierskrediet waarvan een kleine onderneming gebruik maakt.

Uit de cases blijkt dat de hoeveelheid leverancierskrediet in de eerste plaats afhangt van de kredietermijn die de leveranciers geven (= **aanbod van leverancierskrediet**). Wanneer de leveranciers langere kredietermijnen geven, wordt hiervan in het algemeen gebruik gemaakt zodat de relatieve hoeveelheid leverancierskrediet groter wordt. Het aanbod van leverancierskrediet kan verhogen wanneer de relatie met de leveranciers beter is.

Een tweede factor die een invloed blijkt te hebben op de hoeveelheid leverancierskrediet is de **machtspositie** ten opzichte van de leveranciers. Wanneer een kleine onderneming een sterkere machtspositie heeft ten opzichte van een leverancier, kan de onderneming in grote mate zelf bepalen hoeveel leverancierskrediet ze wil gebruiken. We stellen vast dat dit in het algemeen zal leiden tot een hogere hoeveelheid leverancierskrediet in de kapitaalstructuur. Deze bevindingen komen overeen met de empirische bevindingen van de studie van Petersen en Rajan (1997) en leiden tot de volgende hypothesen :

Hypothese 14 : Een hoger aanbod van leverancierskrediet zal leiden tot een hoger gebruik van leverancierskrediet bij de kredietverkrijger.

Hypothese 15 : Een sterkere machtspositie t.o.v. de leveranciers zal leiden tot een hogere relatieve hoeveelheid leverancierskrediet.

Een volgende factor die een invloed kan hebben op de relatieve hoeveelheid leverancierskrediet is het feit of er al dan niet korting voor contante betaling wordt gegeven. Rationeel gezien kunnen we verwachten dat een onderneming die korting voor contante betaling krijgt zodat de kost van het leverancierskrediet hoger is dan bankkrediet, hiervan gebruik maakt en contant betaalt, ook al moet ze er eventueel voor lenen. Uit tabel 3.5 konden we reeds afleiden dat deze stelling niet altijd opgaat. Ook hier blijkt de

waargenomen kostprijs een grote rol te spelen.

De ondernemers die zich bewust zijn van de hoge impliciete kostprijs van leverancierskrediet handelen zoals men rationeel zou mogen verwachten : ze betalen in de mate van het mogelijke contant en proberen hiervoor zelfs te lenen wanneer de kostprijs van het bankkrediet lager is dan de kostprijs van het leverancierskrediet (wat meestal het geval zal zijn). De enige ondernemer uit deze groep die niet leent om de leveranciers contant te betalen, wil wel doch kan niet omdat zijn maximale kredietcapaciteit bereikt is en hij dus niet kan bijlenen. Dit feit bevestigt wat Petersen en Rajan (1997) reeds vonden voor een grote steekproef van kleine ondernemingen.

De ondernemers die de impliciete kostprijs van leverancierskrediet niet kennen, beschouwen leverancierskrediet als een zeer goedkope kredietvorm waar men maximaal van tracht gebruik te maken. De **kennis van de impliciete kostprijs** blijkt volgens tabel 3.5 sterk verbonden te zijn met het opleidingsniveau. Uit het voorgaande kunnen we de volgende twee hypothesen afleiden :

Hypothese 16 : Wanneer korting voor contante betaling wordt gegeven én de ondernemer kan de werkelijke kostprijs van leverancierskrediet inschatten, zal dat leiden tot een lagere relatieve hoeveelheid leverancierskrediet.

Hypothese 17 : Een onderneming met een ongebruikte kredietcapaciteit zal in mindere mate een beroep doen op leverancierskrediet.

De impliciete kost van het leverancierskrediet kan verminderd worden als de onderneming de mogelijkheid heeft om de krediettermijnen op eigen initiatief uit te breiden. Dit gebeurt in de praktijk regelmatig omdat de betaling van de leveranciers in grote mate blijkt af te hangen van de betaling door de klanten. Hierdoor ontstaat een spanningsveld tussen het debiteuren- en crediteurenbeleid. Een belangrijk aspect van het financieel beheer in een kleine onderneming heeft betrekking op het **'managen' van dit spanningsveld**. Kleine ondernemingen proberen in de mate van het mogelijke te wachten met de betaling van de leveranciers totdat de klanten betaald hebben. Dit financieringsgedrag kent naast de begrensde rationaliteit nog twee oorzaken : een gebrek aan voldoende liquiditeiten en het bestaan van kredietbeperkingen. Deze laatste oorzaak werd ook door Petersen en Rajan (1997) als verklaring vooropgesteld. Kleine ondernemingen worden gedwongen om gebruik te maken van leverancierskrediet omdat ze door kredietbeperkingen gebonden zijn. Ze moeten dan noodgedwongen wachten tot de klanten betalen om hun leveranciers te kunnen betalen.

Het niet op tijd betalen van de leveranciers wordt als minder risicovol aanzien dan het niet op tijd kunnen betalen van de banken. Kleine ondernemingen ervaren in het algemeen dat met de leveranciers gemakkelijker afspraken gemaakt kunnen worden over laattijdige betaling dan met de banken. Men streeft er daarom naar een goede vertrouwensrelatie op te bouwen met de leveranciers zodat men soepel van de betalingsvoorwaarden kan afwijken indien nodig. Hieruit blijkt dat niet alleen de waargenomen kostprijs van de financieringsbron een rol speelt doch ook het *waargenomen risico*. In het kader van een matchingstrategie kunnen we de volgende hypothese vooropstellen :

Hypothese 18 : Handelsdebiteuren worden voornamelijk gefinancierd met leverancierskrediet.

Een laatste factor die een invloed blijkt te hebben op de relatieve hoeveelheid leverancierskrediet is de groei of de groeiopportuniteit van een onderneming. Een onderneming met een sterkere groei zal in sterkere mate een beroep doen op leverancierskrediet. Dit feit werd in paragraaf 3.3.1.2 reeds vastgesteld en ondersteunt hypothese 1.

3.3.6 De invloed van de klanten op de kapitaalstructuur.

3.3.6.1 Theoretische beschouwingen.

Een theoretisch argument voor de invloed van de klanten op de kapitaalstructuur vinden we terug bij Titman (1984). Alhoewel het argument van Titman ontwikkeld werd binnen de traditionele kapitaalstructuurtheorie kan het argument ook opgaan voor kleine ondernemingen. Titman analyseerde de invloed van de schuldpolitiek op de liquidatiebeslissing van de onderneming. Een onderneming die service na verkoop moet leveren, berokkent schade aan haar klanten als ze failliet gaat. De onderneming zal deze kosten dragen in de vorm van lagere prijzen voor haar producten. Volgens Titman zullen ondernemingen deze kosten trachten te vermijden door middel van hun kapitaalstructuur. Ondernemingen die service na verkoop moeten leveren zullen minder met schulden financieren dan ondernemingen die deze service niet moeten leveren.

3.3.6.2 Conclusies uit de cases.

Voor het argument van Titman werd geen direct bewijs gevonden in de cases. Klanten worden regelmatig gescreend, zeker als het nieuwe onbekende klanten betreft. Leveranciers daarentegen worden niet gescreend, ook niet als de service na verkoop belangrijk is. Financiële kenmerken zoals de schuldgraad worden niet gebruikt bij de keuze van de leveranciers.

De onderzochte ondernemingen die zelf producten leveren met een belangrijke service na verkoop, houden bij het nemen van financieringsbeslissingen geen rekening met eventuele negatieve effecten op haar verkoop. Zodoende zijn er geen redenen om aan te nemen dat de hypothese van Titman effectief opgaat voor kleine industriële ondernemingen.

3.3.7 De overheid en de financiering van de kleine onderneming.

Het Belgisch belastings- en subsidiesysteem bevat verschillende maatregelen die de aantrekkelijkheid van ofwel het eigen vermogen ofwel schuldfinanciering verhogen. Zo is er de directe invloed van de belastingen doordat interestbetalingen fiscaal aftrekbaar zijn. De overheid geeft verschillende fiscale voordelen zoals bijvoorbeeld de vrijstelling van onroerende voorheffing, versnelde afschrijvingen en investeringsaftrek. Daarnaast verleent de overheid subsidies onder de vorm van rentetoelagen en kapitaalpremies. Ook op het gebied van waarborgen heeft de overheid inspanningen geleverd door het opzetten van bijvoorbeeld het waarborgfonds. Tenslotte bestaat de mogelijkheid om goedkope schuldfinanciering te bekomen via de overheid. Om de werkloosheid te bestrijden staat het Participatiefonds goedkope, al of niet achtergestelde leningen toe[19].

Uit de cases blijkt dat er zoveel mogelijk gebruik wordt gemaakt van de overheidsmaatregelen doch het rechtstreekse effect op de kapitaalstructuur blijkt minimaal te zijn. De banken spelen een belangrijke rol bij het verkrijgen van deze kredieten omdat ze het aanvraagdossier meestal volledig zelf voorbereiden.

3.3.8 De externe kapitaalverschaffers.

3.3.8.1 Theoretische beschouwingen.

Uit het voorgaande bleek al dat kleine ondernemingen de voorkeur geven aan autofinanciering. Doch wanneer een onderneming snel groeit volstaat autofinanciering meestal niet om deze groei te financieren. Andere financieringsbronnen zoals extern eigen vermogen zijn noodzakelijk. Het nadeel van extern eigen vermogen is het potentiële agentschapsprobleem dat hierdoor ontstaat (Jensen en Meckling, 1976).

Kleine ondernemingen kunnen extern eigen vermogen aantrekken via drie verschillende kanalen : de investeringsmaatschappijen, de aandelenbeurzen of de informele investeerders. Een beursintroductie wordt door kleine ondernemingen in het algemeen niet beschouwd als een potentiële financieringsmoge-

[19] Bron : Overheidsstimulansen voor ondernemingen, Infobrochure Ministerie van de Vlaamse Gemeenschap Departement Economie, Werkgelegenheid, Binnenlandse Aangelegenheden en Landbouw(oktober, 1997)

lijkheid. De hoge kosten, het risico van een beursintroductie, de wens om de controle over de zaak te behouden en de hogere informatievereisten blijken de voornaamste redenen te zijn van de minieme interesse voor de beurs. Ook het informatieprobleem blijkt hier een rol te spelen : de meerderheid van de kleine ondernemingen neemt een beursintroductie zelfs niet in overweging omdat ze gewoon de mogelijkheden niet kennen (Ooghe en Vanovenberghe, 1989). Bovendien blijken de aandelen bij een beursintroductie meestal ondergewaardeerd (Tinic, 1988).

Omwille van deze redenen zal de kleine onderneming hoofdzakelijk een beroep doen op investeringsmaatschappijen en informele investeerders wanneer men extern eigen vermogen nodig heeft. Informele investeerders kunnen zowel vrienden of familieleden als 'business angels' zijn. Volgens Vermaelen (1985) speelt het agentschapsprobleem van extern eigen vermogen minder voor familie en vrienden omwille van de sociale druk die wordt uitgeoefend via de heersende waardenschaal binnen de samenleving. Het nemen van beslissingen ten koste van familieleden wordt als immoreel beschouwd. Daarom zouden familie en vrienden sneller geneigd zijn om te investeren in de onderneming. Hutchinson (1995) daarentegen beweert dat het informatieprobleem blijft bestaan, ook al wordt het kapitaal geleverd door vrienden en familie. Vrienden en familie ondervinden volgens hem meer problemen om het ondernemingsgebeuren te begrijpen zodat ze meer moeite hebben om controle uit te oefenen op de activiteiten van de onderneming. In de 'Business Angels' markt kan het informatieprobleem verminderd worden door een "gatekeeper" of het opzetten van een netwerk (Berger en Udell, 1998). De "gatekeeper" kan bijvoorbeeld een accountant zijn die zowel de ondernemer als de business angel tot zijn klantenkring kan rekenen. Het opzetten van een netwerk gebeurt meestal door een universiteit die de investeerders en de ondernemers met elkaar in contact brengen.

De derde potentiële bron zijn de investeringsmaatschappijen en 'venture capitalists' doch deze financieringsbron lijkt vooral een alternatief voor ondernemingen met een sterker groeipotentieel.

3.3.8.2 Conclusies uit de cases.

In het algemeen wordt er slechts in beperkte mate een beroep gedaan op externe kapitaalverschaffers. Dit kan verklaard worden door de voorheen reeds beschreven pikorde in financieringsvoorkeur waarin het extern eigen vermogen de laatste plaats inneemt. Een combinatie van verschillende factoren kan als verklaring voor deze lage plaats in de pikorde aangehaald worden. Deze factoren kunnen als volgt samengevat worden.

- algemene aversie ten opzichte van de verschillende financieringsmogelijkheden met extern eigen vermogen.
- beperkte kennis van de verschillende financieringsmogelijkheden met extern eigen vermogen.

- kostprijsmotieven : het geëiste rendement is vaak zeer hoog.
- tucht van het zeggenschapsmechanisme
- winstdelingsaversie : men wil de eventuele winst die gemaakt wordt niet delen met externe partijen.

Tabel 3. 8

Case geordende descriptieve meta-matrix : externe kapitaalbronnen.

Cases naar afnemende schuldgraad	Investeringsmaatschappij	Familie/vrienden	Beurs	Opmerkingen
C6	Achtergestelde lening			Externe aandeelhouders welkom als ze de rentabiliteit kunnen verhogen
C5			Interesse indien goed alternatief voor bankfinanciering	
C10	Participatie : werd via een vast afbetalingsplan uitgekocht			Openheid t.o.v. externe investeerders: liefst industriële partner die ook kennis meebrengt.
C4	Achtergestelde lening			
C2		Bijkomende middelen steeds via de familie		
C8				Bij een structureel tekort : enkel iemand die het geld zuiver ter beschikking wil stellen.
C9				Nooit extern kapitaal
C1	Participatie : duur doch nodig bij de opstart : worden nu uitgekocht.			Goed dat andere mensen meedenken in de zaak.
C7	Participatie			Andere vormen van risicokapitaal niet gekend.
C3				Extern kapitaal niet overwogen wegens duurder dan autofinanciering.

Tabel 3.8 geeft een overzicht van het gebruik van extern kapitaal door de ondernemingen. Hieruit blijkt

dat kleine ondernemingen soms een beroep doen op investeringsmaatschappijen in de start- of de groeifase om het eigen vermogen te versterken. Dit gebeurt in de vorm van een participatie of een achtergestelde lening. Met behulp van de investeringsmaatschappijen wordt het eigen vermogen opgetrokken tot een aanvaardbaar niveau. In de startfase is dit extern kapitaal nodig omdat kleine ondernemingen vaak onvoldoende eigen startkapitaal hebben (=onderkapitalisatieprobleem). In de groeifase volstaat autofinanciering meestal niet zodat men een beroep moet doen op schuldfinanciering. Op een bepaald ogenblik kan dit problemen opleveren wanneer de solvabiliteit te slecht wordt zodat geen bijkomende schulden meer kunnen verkregen worden. Om deze beperking op de groei te vermijden doet men dan een beroep op extern kapitaal via een investeringsmaatschappij. Vaak wordt een investeringsmaatschappij erbij betrokken op aanraden van de banken. De investeringsmaatschappijen probeert men in het algemeen zo snel mogelijk weer uit de onderneming te krijgen wegens de hoge kost die hieraan verbonden is.

Informele investeerders zoals vrienden en familieleden worden gemeden omdat men het zakelijke en het emotionele zo veel mogelijk gescheiden wil houden. De ondernemingen die er in het verleden gebruik van maakten zijn hierop teruggekomen wegens slechte ervaringen met deze categorie van investeerders.

Een beursintroductie blijkt niet als alternatief beschouwd te worden. Dit is hoofdzakelijk te wijten aan een informatieprobleem : de meerderheid van de kleine ondernemingen neemt een beursintroductie niet in overweging omdat ze gewoon de mogelijkheden niet kennen. Dit informatieprobleem werd door Ooghe en Vanovenberghe (1989) aangehaald als één van de belangrijkste redenen voor het geringe succes van de tweede markt op de beurs van Brussel. Volgens Ooghe en Vanovenberghe is dit informatieprobleem te wijten aan de promotie-aanpak van de Beurs van Brussel voor de tweede markt. Er werd immers enkel een algemene brochure opgesteld en er werden enkele informatiebijeenkomsten gehouden, een aanpak die in sterk contrast staat met de aanpak van de buurlanden. Daar werd onder meer gebruik gemaakt van persoonlijke contacten met mogelijke beurskandidaten. Momenteel stellen we echter serieuze veranderingen vast op dit vlak. Banken en aandelenbeurzen doen zelf actieve inspanningen om potentiële beurskandidaten op te sporen en te overhalen om de stap naar de beurs te zetten.

3.3.9. Hoe kiezen kleine ondernemingen hun kapitaalstructuur?

Wanneer we de hierboven beschreven conclusies bestuderen dan komen we tot het besluit dat de factoren die bijdragen tot de 'totstandkoming' van de kapitaalstructuur kunnen ingedeeld worden in 5 categorieën.

De eerste drie categorieën hebben betrekking op een drietal algemene financieringsstrategieën[20] die kleine ondernemingen blijken te volgen. De vierde categorie zijn omgevingsfactoren terwijl de vijfde categorie betrekking heeft op de financieringsbeperkingen die door de banken worden opgelegd. Alle geformuleerde hypothesen kunnen bij één van deze categorieën ondergebracht worden. Deze vijf categorieën worden nu vervolgens besproken.

3.3.9.1. Drie financieringsstrategieën.

De financieringskeuzes in kleine ondernemingen blijken voornamelijk tot stand te komen door het (al of niet gedwongen) volgen van drie financieringsstrategieën die een zeker verband met elkaar hebben. Deze drie strategieën zijn het volgen van een matchingstrategie, een pikorde in financieringsvoorkeuren en tenslotte het streven naar een 'goede' doelsolvabiliteitsratio.

(a) Matchingstrategie.

"The best all-round financing strategy is to match debt maturities with asset maturities" (Brigham en Gapinski, 1991, blz. 633). Uit de hypothesen 3, 7, 8, 9 en 18 blijkt dat kleine ondernemingen deze financieringsregel, ook wel de 'gulden balansregel' genoemd (Van de Wijst, 1989), vrij sterk volgen. Verklaringen waarom deze regel in grote mate de financieringspolitiek in kleine ondernemingen zou beheersen, zijn van diverse aard. Een praktisch argument is dat, wanneer schulden een kortere looptijd hebben dan de activa die ze financieren, het gevaar bestaat dat de cashflow uit deze activa niet volstaat om de schulden terug te betalen. De looptijd van de schulden laten overeenstemmen met de gebruiksduur van de activa vermindert dit risico.

Het niet volgen van een matchingstrategie kan immers zeer risicovol zijn wanneer dit niet oordeelkundig gebeurt. Volgens Viscione (1986) zijn er drie risico's waarmee de onderneming rekening moet houden wanneer ze geen matchingstrategie volgt : het interestrisico (de interestvoet kan hoger zijn wanneer de lening moet hernieuwd worden), het herfinancieringsrisico (de bank kan weigeren het krediet te hernieuwen), en het risico van de verloren autonomie (de bank kan de bepalingen van het contract herzien zoals de eis tot persoonlijk onderpand). Viscione stelt dat ondernemingen die geen matchingstrategie volgen, voldoende financiële flexibiliteit moeten bezitten om het kortetermijnkrediet terug te betalen binnen een aanvaardbare periode zonder dat de goede werking van de onderneming hierdoor verstoord zou raken. Ondernemingen die geen langetermijnkredieten kunnen verkrijgen om hun investeringen te financieren en

[20] Het begrip 'financieringsstrategie' wordt hier zeer breed gedefinieerd als de regels, opvattingen, voorkeuren en motivaties die leiden tot een financieringskeuze.

dan noodgedwongen een beroep doen op kortetermijnkredieten lopen grote risico's. Viscione stelt dat de onmogelijkheid om langetermijnkredieten te verkrijgen een indicatie is voor een lage graad van flexibiliteit zodat een dergelijke onderneming zich juist zeer nauwgezet aan het matchingprincipe zou moeten houden. De financiering van kleine ondernemingen wordt, in tegenstelling tot de meeste grote ondernemingen, gekenmerkt door een beperkte financiële flexibiliteit. Om zich in te dekken tegen het risico dat deze beperkte financiële flexibiliteit met zich meebrengt zullen kleine ondernemingen de termijnstructuur van de activa en passiva met elkaar in overeenstemming brengen.

Theoretische verklaringen vinden we onder meer bij Myers (1977) en Hart en Moore (1994). Volgens Myers (1977) matchen ondernemingen de looptijd van activa en passiva om agentschapsconflicten tussen aandeelhouders en schuldeisers te verminderen. Het matchen kan in deze context geïnterpreteerd worden als een poging om de schuldaflossingen in overeenstemming te brengen met de toekomstige waardeverminderingen van de huidige activa. Het model van Hart en Moore (1994) voorspelt dat, in een situatie waarin de ondernemer de mogelijkheid heeft om zijn menselijk kapitaal aan de onderneming te onttrekken, het optimaal is de looptijd van de passiva in overeenstemming te brengen met de looptijd van de activa.

We kunnen vanuit het voorgaande een bijkomende algemene hypothese formuleren :

Hypothese 19 : Kleine ondernemingen brengen de looptijd van de passiva in overeenstemming met de looptijd van de activa.

Alhoewel het volgen van een matchingstrategie vooral ingegeven is vanuit risicomotieven, speelt ook een kostprijsmotief een zekere rol. Dit vonden we in verband met hypothese 7 waarin vooropgesteld werd dat de terreinen en gebouwen gefinancierd worden door langetermijnkredieten.

(b) Een pikorde in financieringsvoorkeur.

De persoonlijke voorkeur van de ondernemer kan een belangrijke rol spelen bij de keuze van een financieringsvorm. Uit de cases blijkt dat de voorkeuren van de ondernemers grotendeels gelijklopen en samengevat kunnen worden in een pikorde in financieringsvoorkeuren. De pikordetheorie kreeg vorm toen Myers en Majluf (1984) er een theoretische onderbouw aan gaven. Samengevat laten ondernemingen zich bij de financieringskeuze leiden door de volgende pikorde in voorkeuren : ondernemingen geven eerst de voorkeur aan autofinanciering. Wanneer deze financieringsbron ontoereikend is, zullen ze vervolgens met schulden financieren en tenslotte met nieuw extern eigen vermogen.

In grote lijnen blijkt deze pikorde ook op te gaan voor kleine ondernemingen. Doch de informatie uit de

cases leert ons dat enkele aanpassingen nodig zijn. De argumenten om de pikorde te verklaren blijken anders te zijn voor de kleine onderneming. De financiering van kleine ondernemingen is hoofdzakelijk gebaseerd op drie elementen : de aard en het bedrag van de investering en de waargenomen kostprijs van de financieringsbron. De financieringsbron die als goedkoopste wordt waargenomen is autofinanciering en geniet dan ook de eerste voorkeur. Op ongeveer gelijke hoogte staat het leverancierskrediet wanneer het als goedkoper wordt waargenomen als schuldfinanciering. Zoals voorheen al werd vermeld, wordt leverancierskrediet als goedkoop waargenomen wanneer er geen korting voor contante betaling is en wanneer men de impliciete kost van leverancierskrediet niet in beschouwing neemt.

Wanneer deze twee financieringsbronnen niet volstaan zal men overgaan tot schuldfinanciering. Hier moet een duidelijk onderscheid gemaakt worden naar de aard en het bedrag van de investering. Investeringen in materiële vaste activa worden gefinancierd met langetermijnkredieten, meestal gedekt door onderpand. Opvallend hierbij is dat men voor terreinen en gebouwen steeds een beroep doet op een hypotheeklening, ook al heeft men voldoende middelen via autofinanciering ter beschikking. Dit betekent niet dat ondernemers een grotere voorkeur hebben voor een hypotheeklening ten opzichte van autofinanciering. Ondernemers verkiezen in het algemeen op deze manier te financieren om in de toekomst een duur kortetermijnkrediet zoals kaskrediet te vermijden en omwille van risicomotieven.

Uit het voorgaande kunnen we een sterke negatieve relatie tussen de mogelijkheden tot autofinanciering en een als duur waargenomen kortetermijnkrediet zoals kaskrediet afleiden. Deze samenhang is minder duidelijk tussen autofinanciering en langetermijnkredieten. Er is wel een voorkeur voor autofinanciering doch in de praktijk gebruikt men steeds langetermijnkredieten voor terreinen en gebouwen omdat men meestal niet verwacht zowel de investering als het bedrijfskapitaal in de toekomst te kunnen financieren met eigen middelen. Men gebruikt dus geen langetermijnkredieten omdat bijvoorbeeld de winstgevendheid en daarmee verbonden de mogelijkheden tot autofinanciering te laag zijn. Integendeel, een goede winstgevendheid blijkt een belangrijk criterium te zijn voor de bank bij het toekennen van een langetermijnkrediet. We kunnen dan ook een dubbele relatie verwachten. Enerzijds heeft de ondernemer wel een voorkeur voor eigen vermogen boven langetermijnbankkredieten doch dit blijkt meestal niet te kunnen omwille van de beperkte mogelijkheden tot autofinanciering zodat we een negatieve relatie tussen de langetermijnkredieten en de winstgevendheid mogen vooropstellen. Anderzijds is een goede winstgevendheid (=terugbetalingscapaciteit) noodzakelijk om langetermijnbankkredieten te kunnen verkrijgen zodat we vanuit dit standpunt een positieve relatie kunnen vooropstellen tussen winstgevendheid en de hoeveelheid langetermijnkredieten.

Wanneer leverancierskrediet als duurder wordt waargenomen dan schuldfinanciering dan zal leveranciers-

krediet pas na de bankkredieten in de pikorde gesitueerd worden. Dit komt meestal voor, wanneer er korting voor contante betaling wordt gegeven en de ondernemer rekening houdt met de impliciete kost.

Als laatste financieringsvorm in de pikorde vinden we nieuw extern kapitaal. Deze financieringsvorm geniet de minste voorkeur omwille van de voorheen opgesomde redenen.

De dividendpolitiek speelt eveneens een rol in de pikorde. De dividendpolitiek blijkt sterk af te hangen van de fase in de levenscyclus waarin de onderneming zich bevindt. Men reserveert wat men nodig heeft om te kunnen investeren en om het eigen vermogen te versterken. Indien er dan nog vrije middelen overblijven worden die uitgekeerd. In de eerste fasen van de levenscyclus worden weinig of geen dividenden uitgekeerd omdat deze gelden nodig zijn om de groei te financieren. Het dividendbeleid wordt in deze fasen soepel aangepast aan de noden van het bedrijf. Op termijn tracht men wel te komen tot een vaste dividendpolitiek om de aandeelhouders tevreden te stellen. Eénmaal men een vaste dividendpolitiek vooropgesteld heeft, probeert men deze aan te houden doch indien er bijkomende middelen nodig zijn kan de dividenduitkeringsratio vrij soepel aangepast worden. De aard van de aandeelhouders speelt hierin een belangrijke rol. In een louter familiale vennootschap kan het dividendbeleid vrij soepel aangepast worden. In een niet-familiale onderneming en wanneer er externe aandeelhouders in de zaak participeren, zal de dividendpolitiek slechts geleidelijk aangepast worden. De volgende hypothesen kunnen op basis van deze pikorde toegevoegd worden

Hypothese 20 : Het financieringsgedrag van kleine ondernemingen wordt gekenmerkt door een pikorde in financieringsvoorkeuren.

1. *Men geeft de voorkeur aan autofinanciering.*
2. *De dividenduitkeringsratio wordt in familiebedrijven soepel aangepast aan de investeringsopportuniteiten. Deze aanpassing gebeurt in niet-familiale bedrijven of bedrijven met belangrijke externe aandeelhouders slechts geleidelijk.*
3. *Wanneer autofinanciering niet volstaat gaat men over tot schuldfinanciering. Voor de financiering van terreinen en gebouwen geeft men de voorkeur aan langetermijnkredieten boven autofinanciering indien men hierdoor kan vermijden dat in de toekomst met als duur waargenomen kortetermijnkredieten moet gefinancierd worden. Kortetermijnbankkredieten die als duur worden waargenomen, genieten binnen de schulden de minste voorkeur.*
4. *Leverancierskrediet neemt een dubbele plaats in binnen de pikorde. Wanneer leverancierskrediet als goedkoper wordt waargenomen dan bankkredieten, komt het vóór de bankschulden in de pikorde. Wanneer leverancierskrediet als duur-*

der wordt waargenomen dan bankschulden, komt het na de bankschulden in de pikorde.

5. *Extern eigen vermogen geniet de minste voorkeur van alle financieringsbronnen.*

(c) Het streven naar een 'goede' doelsolvabiliteitsratio.

Hypothese 2, 5 en 6 hebben betrekking op deze financieringsstrategie. Kleine ondernemingen streven een bepaalde verhouding tussen eigen vermogen en schuldfinanciering na doch deze streefratio is niet de optimale verhouding tussen schulden en eigen vermogen waarmee de waarde van de onderneming zou gemaximaliseerd zijn, zoals vooropgesteld door de theorie van de kapitaalstructuur. Het streven naar een doelsolvabiliteitsratio gebeurt integendeel op een wijze die consistent is met de eerder beschreven pikorde in financieringsvoorkeur. Wanneer de onderneming zich onder de doelsolvabiliteit bevindt zal men trachten deze te verhogen door eerst een beroep te doen op de interne middelen, men zal namelijk trachten meer winsten in te houden. Meestal beperkt het streven naar een doelsolvabiliteit zich tot deze enige financieringsbron. Zoals voorheen al besproken, hebben kleine ondernemingen vaak een aversie tegenover nieuw extern kapitaal, dat zich op de laatste plaats bevindt in de pikorde. Het belang dat kleine ondernemingen aan deze doelstelling hechten weegt meestal niet op tegenover de aversie die ze hebben ten opzichte van extern eigen vermogen.

Wanneer de onderzochte ondernemingen een financiële analyse uitvoeren worden meestal sectornormen of algemene solvabiliteitsnormen gebruikt (bijvoorbeeld 33%) als vergelijkingspunt. Wanneer men onder de gemiddelde norm zit is er een zeker streven om de solvabiliteit te verbeteren. De vergelijking met de sectorgenoten of concurrenten is voor vele ondernemers een belangrijke indicatie of men goed of slecht bezig is. Hieruit blijkt dat het 'behavioural principle' zoals beschreven door Emery en Finnerty (1991) een belangrijk element is in de verklaring van het financieel beleid in vele kleine ondernemingen. Daarnaast komt ook het streven naar een norm voor, die door de banken werd opgelegd in de covenanten van het kredietcontract.

Wanneer de ondernemer onvoldoende kennis heeft van financieel management zijn deze normen vaak het enige richtpunt wat betreft de solvabiliteit. Het onderliggende intuïtief motief is in dat geval meestal het veiligheidsmotief. Men wil een 'veilige' solvabiliteit zodat het financieel risico niet te groot wordt. Bij de andere ondernemers kadert het streven naar een doelsolvabiliteit *expliciet* in het risicomanagement van de onderneming. Kleine ondernemingen met een hoger bedrijfsrisico zullen het financieel risico trachten te verlagen door een hogere solvabiliteit na te streven (hypothese 5).

(d) Afsluitende conclusies omtrent de drie financieringsstrategieën.

Deze financieringsstrategieën beïnvloeden elkaar en worden ongeveer tegelijkertijd nagestreefd. Toch kunnen we een zekere hiërarchie vaststellen. Vooreerst speelt de matchingstrategie waarbij men kijkt naar het activum dat moet gefinancierd worden. De aard van het activum brengt al een eerste selectie met zich mee onder de mogelijke financieringsbronnen. Van dan af speelt de pikorde in financieringsvoorkeur een rol. Het streven naar een doelsolvabiliteitsratio is een algemene financieringsstrategie die pas in derde instantie nagestreefd wordt.

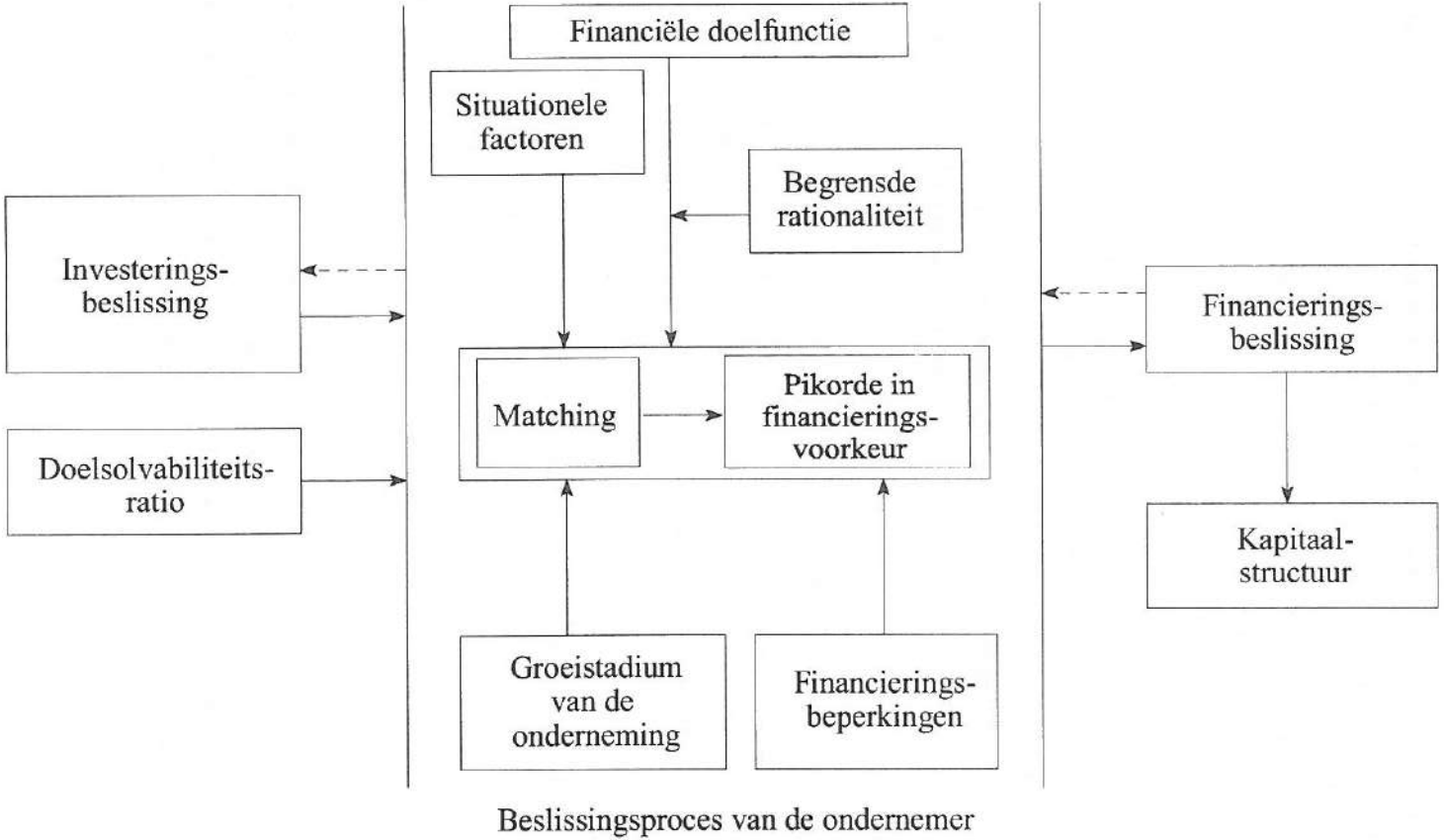
Achter de beschreven financieringsstrategieën vinden we drie grote drijfveren : het **risicomanagement, kostprijsoverwegingen** en het streven naar het behoud van de **controle** over de onderneming. Het risicomanagement is niet altijd expliciet aanwezig in het nemen van financieringsbeslissingen doch *intuïtief* zijn de ondernemers er zich van bewust dat er een risicoaspect verbonden is aan een financieringskeuze. Dat kostprijsoverwegingen een grote rol spelen was al duidelijk bij het bestuderen van de financiële doelfunctie. Deze doelfunctie wordt bij kleine ondernemingen gedomineerd door onder meer rendementsdoelstellingen.

Naast deze drie drijfveren mag een belangrijke dimensie niet uit het oog verloren worden, nl. de begrensde rationaliteit. De ondernemers hebben wel de intentie om rationele beslissingen te nemen doch hun beperkt vermogen om complexe problemen op te lossen belet hen om perfect rationele beslissingen te nemen. Dit concept van de begrensde rationaliteit verklaart gedeeltelijk de beschreven pikorde.

3.3.9.2 Situationele factoren.

Van de situationele factoren die een invloed hebben op de samenstelling van de kapitaalstructuur blijken de groei en de conjunctuur de belangrijkste te zijn. Groeiende ondernemingen blijken dezelfde veranderingen in de kapitaalstructuur te ondergaan. De autofinanciering volstaat in deze ondernemingen vaak niet om de groei te financieren zodat noodgedwongen meer een beroep moet gedaan worden op schuldfinanciering. Dit zullen dan vooral leverancierskrediet en kortetermijnbankkredieten zijn.

De invloed van de **conjunctuur** werd nog niet besproken doch kan ook een rol spelen in die zin dat de winsten van de bedrijven in zekere zin meefluctueren met de conjunctuur. In laagconjunctuur zullen de winsten relatief lager liggen zodat er minder mogelijkheden tot autofinanciering zijn. Omgekeerd zal men in tijden van hoogconjunctuur relatief meer winsten maken zodat de mogelijkheden tot autofinanciering toenemen.



Figuur 3.2. Samenvattend model van de kapitaalstructuurbeslissing in kleine ondernemingen.

Verder blijken ook de grootte, de sector en de financieringsmogelijkheden via de groep een invloed te hebben op de kapitaalstructuur. Welke invloeden deze variabelen hebben en waarom werd echter niet geheel duidelijk via het casestudy-onderzoek. Het is echter aangewezen deze variabelen op te nemen als controlevariabelen in een econometrisch onderzoek.

3.3.9.3 Financieringsbeperkingen.

Kleine ondernemingen hebben meer dan grote ondernemingen te maken met financieringsbeperkingen. Om precies te bepalen welke factoren een negatieve of positieve invloed hebben op de schuldgraad werd het kredietverleningsproces bij enkele banken bestudeerd. Hieruit bleek dat het al of niet verlenen van krediet een proces is dat afhangt van vele objectieve én subjectieve factoren. Kredietverlening is zeker geen lineair proces. Toch kunnen een aantal variabelen onderscheiden worden die een duidelijke invloed op de schuldgraad hebben vanuit een aanbodsstandpunt : de hulp van de accountant/consultant bij de kredietaanvraag (hypothese 5), het gecorrigeerd eigen vermogen (hypothese 10), de rentabiliteit (hypothese 11), een goede relatie met de bankier (hypothese 12) en morele kredietwaardigheidsaspecten zoals opleiding en ervaring (hypothese 13).

3.3.9.4. Samenvattend model van de kapitaalstructuurbeslissing in kleine ondernemingen.

In figuur 3.2 wordt een algemeen samenvattend model geschetst van de kapitaalstructuurbeslissing in kleine ondernemingen. De vijf categorieën van factoren die een invloed hebben op de kapitaalstructuur vinden we hierin terug. Centraal in het model vinden we het beslissingsproces van de ondernemer en de beïnvloedende factoren. De input van dit beslissingsproces is meestal een investeringsbeslissing. Om aan te tonen dat investerings- en financieringsbeslissingen elkaar kunnen beïnvloeden wordt een stippellijn in de omgekeerde richting getrokken. Een andere, minder belangrijke input kan het streven naar een doelsolvabiliteit zijn.

Via de investeringsbeslissing zal de aard van het betreffende activum al een eerste selectie in de mogelijke financieringsbronnen met zich meebrengen (matching). Vervolgens zal de pikorde in financieringsvoorkeur van de ondernemer bepalen welke financieringsbeslissing de ondernemer uiteindelijk zal willen nemen. Deze twee centrale strategieën in het beslissingsproces van de ondernemer worden beïnvloed door de voorheen besproken financieringsbeperkingen, het groeistadium waarin de onderneming zich bevindt en de financiële doelfunctie van de ondernemer met de "begrensde rationaliteit" als belangrijke dimensie. Het geheel van deze financieringsbeslissingen mondt dan uit in een kapitaalstructuur.

3.4. Conclusies.

In dit hoofdstuk werd getracht een bijdrage te leveren tot de theorieontwikkeling in het domein van de K.M.O.-financiering. Met behulp van de casestudymethodologie werd getracht de bestaande inzichten m.b.t. het financieel management in kleine ondernemingen aan te vullen of bij te sturen. Het casestudy-onderzoek werd uitgevoerd, vertrekkende vanuit een belangenpartijenperspectief waarbij vooral aandacht werd besteed aan de specifieke kenmerken van de kleine onderneming. De centrale rol van de ondernemer vormde het vertrekpunt van de analyse. Rond de ondernemer kunnen de verschillende belangenpartijen gesitueerd worden. De theorieën die als basis dienst deden om de kapitaalstructuur van de kleine onderneming te verklaren werden 'geleend' van aanverwante domeinen zoals de kredietrantsoeneringstheorie en de theorie van het handelskrediet. Uit de toetsing van de theorie aan de praktijk werden een aantal hypothesen afgeleid die de basis kunnen vormen van een nieuw theoretisch en empirisch onderzoeksprogramma. De lijst van hypothesen mag zeker niet als volledig beschouwd worden. Enkel de hypothesen die konden afgeleid worden uit de informatie van de cases werden weerhouden.

Uit het onderzoek blijkt dat kleine ondernemingen een drietal algemene 'financieringsstrategieën' volgen die onderling afhankelijk zijn nl. een matchingstrategie, een pikorde in financieringsvoorkeur en het streven naar een doelsolvabiliteitsratio. De onderliggende drijfveren voor deze strategieën zijn het risicomanagement, kostprijsoverwegingen en het willen behouden van de controle over de onderneming. Een belangrijke dimensie bij het bestuderen van financieringsbeslissingen in kleine ondernemingen blijkt begrensde rationaliteit te zijn. De mate van rationaliteit waarmee beslissingen genomen worden blijkt vooral af te hangen van het opleidingsniveau en in mindere mate van de ervaring.

Omdat financieringsbeperkingen een niet onbelangrijke invloed hebben op de financieringskeuze van een kleine onderneming werden ook de banken in het onderzoek betrokken om de elementen te kunnen bepalen die een invloed hebben op de schuldgraad vanuit een aanbodsstandpunt van de onderneming. Het onderzoek dat gevoerd werd is een breed onderzoek waarin de belangrijkste elementen van de financieringsbeslissing in een kleine onderneming aan bod kwamen. Verder theoretisch onderzoek is echter nodig om de gevonden relaties te bevestigen. Verder onderzoek zou zich kunnen toespitsen op één van de beschreven financieringsstrategieën, de financieringsbeperkingen waarmee kleine ondernemingen geconfronteerd worden of een verdere uitdieping van de rol van de verschillende belangenpartijen bij de financieringskeuze van de kleine onderneming.

De bevindingen van dit casestudy-onderzoek blijken bij nader toezien ook van toepassing te zijn voor grote ondernemingen zoals bijvoorbeeld het nastreven van een matchingstrategie en het volgen van een

pikorde in financieringsvoorkeur. Toch merken we dat het antwoord op de 'waarom'-vraag anders wordt beantwoord door de bestaande theorie voor grote ondernemingen dan door de midrange theorie die in dit hoofdstuk werd gecreëerd voor kleine ondernemingen. In tabel 3.9 hebben we een overzicht opgenomen van de verschillende motieven die de verschillende "financieringsstrategieën" kunnen verklaren vanuit het standpunt van een kleine onderneming en een grote onderneming.

Tabel 3.9

Overzicht van de verschillen en overeenkomsten in theoretische motieven achter de financieringsstrategieën van kleine en grote ondernemingen.

	Kleine ondernemingen[21]	Grote onderneming
Matching	- Meest algemene financieringsstrategie. - Beperkte financiële flexibiliteit leidt tot een striktere matching - Meer intuïtieve risico overwegingen - Groter belang van onderpand	- Meest algemene financieringsstrategie.(Stowe e.a., 1980) - Grotere financiële flexibiliteit maakt afwijkingen van het matchingprincipe gemakkelijker (Vb. roll-overkredieten) - Hedging (Stowe e.a., 1980) - Onderpand speelt een rol doch minder dan bij kleine ondernemingen.
Pikorde	- Pikorde wordt beïnvloed door de begrensde rationaliteit. - De keuze van de financieringsbron wordt bepaald volgens de waargenomen kostprijs: ondernemers houden weinig rekening met de opportuniteitskost van het eigen vermogen. - Verder spelen een rol : het behoud van de controle en risico overwegingen.	- Pikorde is het gevolg van een rationele afweging tussen de opportuniteitskost van het eigen vermogen en de expliciete en impliciete kosten van andere financieringsbronnen. - Omwille van het informatieprobleem : kies de veiligste financieringsbron eerst (Myers, 1984) - Transactiekosten (Baskin, 1989)
Doelratio	-Het streven naar een doelratio kan vooral verklaard worden vanuit het 'behavioral principle' - Het streven is in overeenstemming met pikordegedrag.	- Het streven naar een doelratio kan vooral verklaard worden vanuit het vermijden van een situatie van financiële moeilijkheden. (Cools, 1993) - Het streven is in overeenstemming met pikordegedrag (de Haan, 1992)
Financieringsbeperkingen	- Financieringsbeperkingen hebben een sterke invloed op de kapitaalstructuur. - Bij het verkrijgen van kredieten spelen morele kredietwaardigheid en een goede relatie vaak een belangrijke rol. - Waarborgen en persoonlijk onderpand spelen een grotere rol.	- Financieringsbeperkingen spelen minder. - Bij het verkrijgen van kredieten spelen meer de 'harde' variabelen een rol. - Waarborgen spelen slechts een beperkte rol.

[21] Gebaseerd op de bevindingen van de midrange theorie die in dit hoofdstuk werd ontwikkeld.

Hoofdstuk 4 : De empirische determinanten van de kapitaalstructuur en hun operationalisering.

4.1 Inleiding.

In de loop der jaren werden verschillende studies uitgevoerd die de verklarende kracht van de diverse kapitaalstructuurtheorieën empirisch analyseerden. In deze studies werd een groot aantal determinanten onderzocht die voornamelijk uit theoretische modellen werden afgeleid. Sommige studies zoals March (1982) en Taub (1975) zochten naar de relevante determinanten door empirisch te onderzoeken hoe ondernemingen een keuze maken tussen eigen en vreemd vermogen wanneer ze op een bepaald moment in de tijd bijkomend kapitaal nodig hebben. Hierbij werd gebruik gemaakt van classificatiemodellen zoals logit en probit. Doch het merendeel van de empirische studies (voor een overzicht zie Cools, 1993) onderzochten rechtstreeks de invloed van de verschillende determinanten op de kapitaalstructuur.

Empirisch werk omtrent de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine ondernemingen is veel minder talrijk en van recente datum. Studies zoals bijvoorbeeld Constand, Osteryoung en Nast (1991b) en Van der Wijst en Thurik (1993) onderzochten met behulp van econometrische modellen het vraagstuk van de kapitaalstructuur. Andere studies zoals Norton (1990, 1991a, 1991b) maakten gebruik van vragenlijsten om een beter inzicht te krijgen in de motivaties, verwachtingen en voorkeuren van de eigenaar-manager wanneer hij financieringsbeslissingen neemt.

Een nadeel van deze studies is het feit dat ze enkel de determinanten onderzoeken die terug te vinden zijn in de literatuur voor grote ondernemingen. Het merendeel van de in de literatuur beschreven determinanten hebben betrekking op de ondernemingskenmerken. Doch zoals uit het casestudy-onderzoek (hoofdstuk 3) reeds bleek bestaan er nog andere categorieën van determinanten zoals de ondernemerskenmerken en de factoren die een invloed hebben op de relatie met de verschillende belangenpartijen. Deze categorieën determinanten werden zelden empirisch getest[1] omdat de nodige gegevens voor een dergelijk onderzoek moeilijk te verzamelen zijn.

Uit de hypothesen die in het vorig hoofdstuk werden afgeleid, kunnen een aantal determinanten van de kapitaalstructuur van kleine ondernemingen worden afgeleid. In dit hoofdstuk worden deze determinanten

[1] De enige mij bekende twee uitzonderingen zijn Van der Wijst (1989) en Sherr e.a. (1993).

afgeleid uit de hypothesen en geoperationaliseerd. Dit hoofdstuk is opgebouwd als volgt. In paragraaf 4.2 worden determinanten afgeleid uit de geformuleerde hypothesen en geoperationaliseerd. Paragraaf 4.3 besluit het hoofdstuk met een samenvattende tabel van alle variabelen en hun definiëring.

4.2 Hypothesen, determinanten en hun operationalisering.

4.2.1. Afhankelijke variabelen.

De afhankelijke variabelen zijn de vier componenten van de kapitaalstructuur die onderzocht werden in het vorige hoofdstuk nl. het eigen vermogen, de leveranciersschulden, de kredietinstellingen op korte termijn en de kredietinstellingen op lange termijn, telkens uitgedrukt als een percentage van het balanstotaal. Bij de operationalisering van de variabelen werd rekening gehouden met de beperkingen die voortvloeien uit het gebruik van zowel het volledig als het verkort boekhoudkundig schema in één bestand. Dit houdt onder meer in dat bij de langetermijnbankschulden ook de leasingschulden opgenomen werden. De vier afhankelijke variabelen worden als volgt berekend[2] :

Solvabiliteit :

SOLV = eigen vermogen / totaal passief
= <10/15> / |10/49|

Leveranciersschulden :

LEV = handelsschulden / totaal passief
= (|175| + |44|) / |10/49|

Kredietinstellingen op korte termijn[3] :

VVKT = kredietinstellingen op korte termijn / totaal passief
= |430/8| / |10/49|

---

[2] Voor de berekening wordt gebruik gemaakt van gegevens uit de jaarrekening. De coderingswijze is deze van Ooghe en Van Wymeersch (1994, pg.65-66). De codes komen overeen met de rekeningnummers uit het minimum algemeen rekeningstelsel (klassen 1 tot 7). De codes van de toelichting beginnen (meestal) met een 8 of een 9. Een bedrag dat steeds positief moet zijn wordt tussen verticale streepjes geplaatst. Indien het een strikt negatief bedrag betreft, wordt voor de verticale streepjes een minteken geplaatst. Indien het bedrag ofwel positief ofwel negatief kan zijn, wordt de code tussen ongelijkheidstekens geplaatst.

[3] Een meer gedetailleerde opsplitsing in straight loan en kaskrediet is niet mogelijk omdat deze gegevens niet in de jaarrekening terug te vinden zijn.

Kredietinstellingen op lange termijn :

VVLT = kredietinstellingen op lange termijn en leasing / totaal passief
=(|172/3| + |42|) / |10/49|

4.2.2. Onafhankelijke variabelen.

De gegevens die gebruikt werden om de onafhankelijke variabelen te creëren zijn afkomstig uit de gepubliceerde jaarrekeningen van de geselecteerde ondernemingen en uit een vragenlijst (opgenomen in bijlage 3). Bij de uitwerking van de vragenlijst werd gedeeltelijk een beroep gedaan op vragen uit voorheen gepubliceerde studies (Norton, 1990,1991a, 1991b, Scott en Johnson, 1982, Laveren e.a., 1995, Donckels e.a., 1987, Asselbergh, 1996, Pinegar en Wilbrecht, 1989). Bij de operationalisering wordt telkens de empirische determinant gegeven, met de bijhorende hypothesen die in het vorige hoofdstuk werden opgesteld.

(a) Groei.

Hypothese 1 : Autofinanciering is meestal ontoereikend in een situatie van groei zodat de groeiende onderneming meer gebruik zal maken van leverancierskrediet en kortetermijnbankkredieten. Hieruit wordt (a) een negatieve relatie afgeleid tussen groei en solvabiliteit, (b) een positieve relatie tussen groei en leverancierskrediet en (c) een positieve relatie tussen groei en kortetermijnbankkredieten.

Invloed op : VVKT, LEV, SOLV

Maatstaf :

Als maatstaf voor de groei werd de procentuele verandering in balanstotaal over een periode van twee jaar genomen (1993-1995). De traditioneel veel gebruikte omzetgroei als groeimaatstaf kan in dit onderzoek niet gebruikt worden omdat de ondernemingen, die een verkort schema publiceren, niet verplicht zijn om de omzet te vermelden in hun jaarrekening. Het gebruik van deze maatstaf zou de verwijdering van te veel observaties tot gevolg hebben. De berekening van de groeimaatstaf kan als volgt voorgesteld worden :

GROEI = $(\text{balanstotaal}_t - \text{balanstotaal}_{t-2}) / (\text{balanstotaal}_{t-2})$

waarbij het balanstotaal berekend wordt als |10/49|.

(b) Motivaties, opvattingen en verwachtingen van de ondernemer.

Hypothese 2 : Financieringsbeslissingen in een kleine onderneming vinden hun oorsprong in een multi-elementaire financiële doelfunctie die gedomineerd wordt door rendements- en controledoelstellingen. Het nastreven van de controledoelstelling creëert een interne financieringsbeperking en zal leiden tot een hogere schuldgraad in een situatie waarin bijkomende financiering nodig is.

Invloed op : SOLV

Maatstaf :

Welke doelstellingen de ondernemingen nastreven en of het willen behouden van de financiële autonomie een belangrijke doelstelling is, komt aan bod in de vragenlijst (VRAAG 7). Het behouden van de financiële autonomie wordt gedefinieerd als de bereidheid om externe investeerders te laten participeren in de onderneming en wordt gemeten aan de hand van een dummy-variabele. Deze dummy-variabele krijgt de waarde 0 (= men streeft wel financiële autonomie na) wanneer de twee eerste deelvragen van vraag 7 beide met nee beantwoord werden. Voor alle andere combinaties van antwoorden kreeg deze dummy de waarde 1 (= men streeft geen financiële autonomie na). Dit betekent dat, ook indien men momenteel een beroep doet op externe investeerders doch in de toekomst geen beroep meer wil doen op deze investeerders, toch de code 1 wordt gegeven.

CONTROL = 0 : men streeft financiële autonomie na.
1 : men streeft geen financiële autonomie na.

Hypothese 16 : Wanneer korting voor contante betaling wordt gegeven én de ondernemer kan de werkelijke kostprijs van leverancierskrediet inschatten, zal dat leiden tot een lagere relatieve hoeveelheid leverancierskrediet.

Invloed op : LEV

Maatstaven :

Vooreerst wordt in de vragenlijst gemeten of de ondernemer de werkelijke kostprijs van leverancierskrediet kan inschatten (VRAAG 21). Hiervoor wordt een dummy-variabele gebruikt. De

afkapgrens werd op 15% gelegd. Indien de ondernemer de kostprijs van het leverancierskrediet op minstens 15% schatte kreeg deze dummy-variabele de waarde 1. In het andere geval kreeg hij de waarde 0. Verder wordt gevraagd op hoeveel % van het aankoopbedrag men korting voor contante betaling krijgt (VRAAG 22). Wanneer de ondernemer de werkelijke kostprijs van leverancierskrediet kan inschatten, zal korting voor contante betaling op een hoger percentage van de aankopen leiden tot een relatief lagere hoeveelheid leverancierskrediet.

KENNIS = 0 : de ondernemer kan de werkelijke kostprijs van leverancierskrediet niet inschatten.
1 : de ondernemer kan de werkelijke kostprijs van leverancierskrediet wel inschatten.

KORTING = % van de aankopen waarvoor men korting voor contante betaling krijgt.

Hypothese 17 : Een onderneming met een ongebruikte kredietcapaciteit zal in mindere mate een beroep doen op leverancierskrediet.

Invloed op : LEV

Maatstaven :

In de vragenlijst werd gevraagd hoeveel de kortetermijnkredietlijnen bij de banken bedragen (VRAAG 12). Uit de jaarrekening kan dan vervolgens afgeleid worden hoeveel kortetermijnbankkredieten effectief opgenomen zijn. Het verschil tussen deze twee variabelen is een benadering voor de ongebruikte kredietcapaciteit op korte termijn. Deze variabelen kunnen als volgt gedefinieerd worden :

TOTCAPAC = totale kortetermijnkredietlijnen bij de bank.

CAPACITE = ongebruikte kredietlijnen op korte termijn / totaal passief.
= TOTCAPAC - kredietinstellingen op korte termijn /|10/49|.

waarbij kredietinstellingen op korte termijn berekend wordt als |430/8|. De gebruikte proxy is vergelijkbaar met die van Petersen en Rajan (1997).

(c) Bedrijfsrisico.

Hypothese 5 : Kleine ondernemingen met een hoger bedrijfsrisico streven naar een hogere solvabili-

teitsratio en een lagere hoeveelheid bankschulden.

Invloed op : SOLV, VVKT, VVLT

Maatstaf :

Als maatstaf voor het bedrijfsrisico worden twee maatstaven gebruikt nl. de standaardafwijking van het nettoresultaat vóór financiële kosten en vóór belastingen van de laatste 3 jaren en de variatiecoëfficiënt van dit nettoresultaat.

RISK1 = σ(nettoresultaat vóór financiële kosten en vóór belastingen)

RISK2 = variatiecoëfficiënt van het nettoresultaat vóór financiële kosten en vóór belastingen.

waarbij het nettoresultaat vóór financiële kosten en vóór belastingen wordt berekend zoals voorgesteld door Ooghe en Van Wymeersch (1994):

Volledig schema : |70/67|-|67/70|+|9134|+|650|+|653|-|9126|
Verkort schema : |70/66|-|66/70|+|65|-|9126|

(d) Activastructuur.

Hypothese 19 : Kleine ondernemingen brengen de looptijd van de passiva in overeenstemming met de looptijd van de activa.

Onder deze algemene hypothese kunnen drie andere hypothesen ondergebracht worden :

Hypothese 7 : Kleine ondernemingen geven er de voorkeur aan terreinen en gebouwen door langetermijnbankkredieten te financieren wanneer autofinanciering niet volstaat om zowel de behoefte op lange- als kortetermijn te dekken. Indien de autofinanciering niet voldoende is volgt hieruit een positieve relatie tussen de terreinen en gebouwen en de langetermijnbankschulden.

Hypothese 8 : Materieel, machines en uitrusting zullen (a) gedeeltelijk met eigen middelen en (b) gedeeltelijk met bankschulden gefinancierd worden.

Hypothese 9 : Het al of niet verkrijgen van langetermijnkredieten hangt in grote mate af van de bereidheid en de mogelijkheid tot het verlenen van onderpand.

Invloed op : VVLT, SOLV

Maatstaf :

Als maatstaf worden de materiële vaste activa ten opzichte van het balanstotaal gebruikt. Omdat de leasingschulden opgenomen werden bij de langetermijnbankschulden werd leasing ook opgenomen bij de terreinen en gebouwen. De andere posten van de materiële vaste activa worden gedeeltelijk met eigen middelen en gedeeltelijk met langetermijnbankkredieten gefinancierd. De keuze tussen deze twee financieringsvormen wordt grotendeels bepaald door de grootte van het bedrag.

De totale materiële vaste activa worden opgesplitst in twee maatstaven :

MVA1 = terreinen, gebouwen en leasing / totaal der activa.
= (|22|+|25|) / |20/58|

MVA2 = installaties, machines, uitrusting, meubilair en rollend materieel / totaal der activa
= (|23/24|+|26/27|) / |20/58|

Hypothese 18 : Handelsdebiteuren worden voornamelijk gefinancierd met leverancierskrediet.

Uit het casestudy-onderzoek kwam enkel dit specifieke verband tussen de vlottende activa en vlottende passiva naar voor. Nochtans kan men vanuit empirische hoek hier enkele aanvullingen aan toevoegen. Van Auken en Holman (1996) vonden in hun studie naar het financieringsgedrag van kleine ondernemingen immers dat zowel de handelsdebiteuren als de voorraden gefinancierd werden door leverancierskrediet en kortetermijnbankkredieten. Om al deze verbanden te kunnen testen werden ook de voorraden opgenomen als afhankelijke variabele.

Invloed op : LEV, VVKT

Maatstaf :

KLANTEN = handelsdebiteuren / totaal der activa
= (|40| + |290|) / |20/58|

VOORRAAD = voorraden en bestellingen in uitvoering / totaal der activa
= |3| / |20/58|

(e) Doelratio.

Hypothese 6 : Kleine ondernemingen streven naar een doelsolvabiliteitsratio. Wanneer men zich onder de doelratio bevindt zal men ernaar streven de solvabiliteit te verbeteren.

Invloed op : SOLV

Maatstaf :

Om deze hypothese te kunnen testen wordt de aanpassingscoëfficiënt via een partieel aanpassingsmodel berekend. Hiervoor wordt de solvabiliteitsratio met één periode vertraging opgenomen in de regressiefunctie.

(f) Aanbod van leverancierskrediet.

Hypothese 14 : Een hoger aanbod van leverancierskrediet zal leiden tot een hoger gebruik van leverancierskrediet bij de kredietverkrijger.

Invloed op : LEV

Maatstaf :

Het aanbod van leverancierskrediet wordt berekend als het percentage van de inkopen grond- en hulpstoffen, diensten en diverse goederen op krediet gedeeld door de totale activa. Voor het volledig schema kan deze variabele onmiddellijk berekend worden. Voor het verkort schema kan zich een probleem stellen omdat de inkopen niet verplicht gerapporteerd moeten worden. Bij nader toezien blijkt dit geen probleem te vormen omdat meer dan 99% van de geselecteerde ondernemingen de vereiste gegevens rapporteren.

KREDIET = % van de inkopen dat op krediet gebeurt (VRAAG 23).

LEVAANB = percentage van de inkopen grond- en hulpstoffen, diensten en diverse goederen waarvoor uitstel van betaling wordt gegeven / totaal der activa.

= ((|60/61|) x KREDIET) / |20/58|

(g) Winstgevendheid.

Hypothese 20 : Het financieringsgedrag van kleine ondernemingen wordt gekenmerkt door een pikorde in financieringsvoorkeuren.

1. *Men geeft de voorkeur aan autofinanciering.*
2. *De dividenduitkeringsratio wordt in familiebedrijven soepel aangepast aan de investeringsopportuniteiten. Deze aanpassing gebeurt in niet-familiale bedrijven of bedrijven met belangrijke externe aandeelhouders slechts geleidelijk.*
3. *Wanneer autofinanciering niet volstaat gaat men over tot schuldfinanciering. Voor de financiering van terreinen en gebouwen geeft men de voorkeur aan langetermijnkredieten boven autofinanciering indien men hierdoor kan vermijden dat in de toekomst met als duur waargenomen kortetermijnkredieten moet gefinancierd worden. Kortetermijnbankkredieten die als duur worden waargenomen genieten binnen de schulden de minste voorkeur.*
4. *Leverancierskrediet neemt een dubbele plaats in binnen de pikorde. Wanneer leverancierskrediet als goedkoper wordt waargenomen dan bankkredieten, komt het vóór de bankschulden in de pikorde. Wanneer leverancierskrediet als duurder wordt waargenomen dan bankkredieten, komt het na de bankschulden in de pikorde.*
5. *Extern eigen vermogen geniet de minste voorkeur van alle financieringsbronnen.*

Invloed op : VVLT, VVKT, LEV

Maatstaf :

Om deze hypothese te testen wordt nagegaan of er een negatieve relatie bestaat tussen de drie afhankelijke variabelen van het vreemd vermogen en de winstgevendheid. Wanneer een onderneming meer winsten maakt, heeft ze meer mogelijkheden tot autofinanciering zodat ze in mindere mate een beroep moet doen

op schuldfinanciering. Als proxy voor de winstgevendheid wordt gekozen voor de kasstroom na belastingen, al of niet gecorrigeerd voor uitgekeerde dividenden, gedeeld door de totale activa (Asselbergh, 1996). De uitgebreide cash flow wordt gedefinieerd zoals bij Ooghe en Van Wymeersch (1994, blz. 186)

CF = proxy voor de winstgevendheid

= uitgebreide cash flow na belastingen / totale activa

= (|70/67|-|67/70|+|630|+|6501|-|760|-|761|+|660|+|661|+ <631/4> + <651> + <635/7> + |6560|-|6561|-|762|+<662> - |780|+|680|-|9125|)/ (|20/58|)(=volledig schema)

= (|70/67|-|67/70|+|8079|-|8089|+|8279|-|8289|+|8475|-|8485| - <631/4> + <656>- <635/7> - |780|+|680|-|9125|)/ (|20/58|) (=verkort schema)

(h) Machtspositie t.o.v. de leveranciers.

Hypothese 15 : Een sterkere machtspositie t.o.v. de leveranciers zal leiden tot een hogere relatieve hoeveelheid leverancierskrediet.

Invloed op : LEV

Maatstaf :

De machtspositie van de onderneming ten opzichte van de leveranciers komt tot uiting in de vragenlijst (VRAAG 19). Er wordt gepeild naar het % van de aankopen waarvan de onderneming zelf de betalingstermijn kan bepalen.

MACHT = % van de aankopen waarvan de onderneming zelf de betalingstermijn kan bepalen.

4.2.3. Beperkingsfunctie en variabelen.

De schuldcapaciteit[4] van een onderneming wordt benaderd door in een vraag-aanbodssituatie van bankschulden de totale bankschulden als afhankelijke variabele op te nemen in de aanbodsvergelijking.

[4] Met schuldcapaciteit wordt de mogelijkheid om schulden aan te gaan bedoeld.

Maatstaf :

VV = totaal van de kredietinstellingen / totaal passief

= (|172/3|+|430/8|)/(|10/49|)

(a) Morele kredietwaardigheid.

Hypothese 13 : (a) Een hoger opleidingsniveau en (b) meer ervaring zullen positief geëvalueerd worden door de banken en verhogen de schuldcapaciteit van de onderneming.

Invloed op : VV

Maatstaven :

Het opleidingsniveau en de ervaring worden bekomen via de vragenlijst (VRAGEN 2 en 4). Het opleidingsniveau wordt ingedeeld in 6 categorieën (lager, middelbaar, HOBU economisch, HOBU overige, universitair economisch, universitair overige) en wordt gemeten met behulp van dummy-variabelen :

OPLEID1 : middelbaar en lager onderwijs.

OPLEID2 : HOBU economisch.

OPLEID3 : HOBU overige.

OPLEID4 : Universitair economisch.

OPLEID5 : Universitair overige.

Ervaring wordt gemeten in aantal jaren relevante ervaring in een leidinggevende functie (VRAAG 4).

ERVARING = aantal jaren relevante ervaring in een leidinggevende functie.

(b) Relatie met de bank.

Hypothese 4 : Kleine ondernemingen die een beroep doen op een accountant/adviseur bij een kredietaanvraag kunnen een hogere schuldcapaciteit bereiken.

Invloed op :VV

Maatstaven :

De betrokkenheid van de accountant/adviseur bij de kredietonderhandeling wordt gemeten met een dummy-variabele (VRAAG 17) :

ACCOUNT = 0 : geen betrokkenheid van de accountant

1 : wel betrokkenheid van de accountant.

Hypothese 12 : Een goede relatie met de bankier verhoogt de schuldcapaciteit.

Invloed op : VV

Maatstaf :

Om de relatie met de bankier te kwantificeren worden de volgende variabelen gebruikt : lengte van de relatie (Petersen en Rajan, 1994), het aantal banken waarbij men klant is en het aantal banken waarbij men een kredietaanvraag indient voor een investering. De concentratie van de kredieten zoals gebruikt door Petersen en Rajan (1994) werd vervangen door de concentratie van de waarborgen omdat deze variabele als relevanter naar voor kwam uit het casestudy-onderzoek. Deze gegevens werden bekomen via de vragenlijst.

RELATIE = duur van de relatie met de huidige hoofdbankier, uitgedrukt in aantal jaren (VRAAG 11).

CONCENTR = het aantal banken waarover de waarborgen gespreid zijn (VRAAG 14).

BANKSHOP1 = het aantal bankiers (VRAAG 10).

Deze variabele wordt uitgesplitst in 3 dummy-variabelen : 'één-bankier', 'twee tot drie bankiers', 'meer dan drie bankiers'.

BANKSHOP2 = het aantal banken waarbij men een kredietaanvraag indient voor een investering (VRAAG 13).

(c) Financiële situatie.

Hypothese 10 : Een hoger gecorrigeerd eigen vermogen verhoogt de schuldcapaciteit van de onderneming.

Invloed op : VV

Maatstaf :

Het gecorrigeerd eigen vermogen wordt berekend volgens een bankmaatstaf.

EV = (kapitaal + reserves + overgedragen resultaat + kapitaalsubsidie - overige vorderingen op ten hoogste 1 jaar + overige schulden op ten hoogste 1 jaar - oprichtingskosten - immateriële vaste activa) / totaal der passiva

= (|10| + |13| + |140| - |141| + |15|- |41| + |47/48| - |20| - |21|) / |10/49|

Hypothese 11 : Een hogere terugbetalingscapaciteit zal leiden tot een hogere schuldcapaciteit.

Invloed op : VV

Maatstaf :

Als proxy voor de terugbetalingscapaciteit wordt de voorheen gedefinieerde variabele CF gebruikt.

4.2.4. Controlevariabelen.

Het casestudy-onderzoek leverde een aantal mogelijke determinanten van de kapitaalstructuur in kleine ondernemingen op. Doch deze lijst is zeker niet limitatief. Op basis van de bestaande empirische studies werden enkele (controle)variabelen opgenomen die, alhoewel ze niet duidelijk tot uiting kwamen in het casestudy-onderzoek, toch voldoende intuïtieve aantrekkingskracht hebben om opgenomen te worden in het model. Op basis van deze overwegingen werden de grootte, de sector en de financieringsmogelijkheden via moeder of dochter als variabelen toegevoegd.

(a) Grootte.

Grote ondernemingen blijken meer gediversifieerd te zijn, gemakkelijker toegang te hebben tot de kapitaalmarkten en lagere interesten te betalen voor de ontleende fondsen (Ferri en Jones, 1979). Op basis van

deze argumenten kunnen we aannemen dat de grootte van de onderneming positief gecorreleerd is met het gebruik van schulden.

Titman en Wessels (1988) en Cools (1993) bespreken het belang van de uitgiftekosten. Grote ondernemingen hebben lagere uitgiftekosten zowel voor het eigen vermogen als voor langetermijnschulden. Dit heeft tot gevolg dat kleinere ondernemingen meer met schulden financieren en een voorkeur hebben voor kortetermijnschulden omwille van de lagere asymmetrische informatiekosten verbonden aan deze financieringsbron.

De positieve relatie tussen grootte en schuldgraad wordt bevestigd door het merendeel van de empirische studies. (bv. March, 1982, Titman en Wessels, 1988, Cools, 1993). Ferri en Jones (1979) vonden een curvilineaire relatie tussen grootte en schuldgraad. Kleinere ondernemingen worden vooral teruggevonden bij de categorieën van ondernemingen die, ofwel veel, ofwel weinig met schulden financieren. Grote ondernemingen bevinden zich voornamelijk in een middengroep. Er dient wel vermeld te worden dat het grootte-effect in deze studies enkel bekeken wordt voor de categorie van de grote ondernemingen.

Mogelijke verklaringen voor de relatie tussen grootte en schuldgraad zoals ze hierboven beschreven werden, blijken minder relevant te zijn voor kleine ondernemingen. Volgens Constand, Osteryoung en Nast (1991b) blijft grootte een belangrijke determinant voor kleine ondernemingen omwille van de relatie met de samenstelling van de activa. Grotere ondernemingen zouden volgens hen meer in vaste activa investeren en daarom meer langetermijnschulden nodig hebben.

Volgens Van der Wijst (1989) bepaalt de ondernemingsgrootte de onderhandelingskracht van een onderneming bij het afsluiten van financiële overeenkomsten. Grote ondernemingen kunnen een keuze maken uit een breder gamma van schulden. Bovendien wordt, omwille van de hogere bedragen, het contract meestal aangepast aan de specifieke wensen van beide partijen, daar waar voor kleine ondernemingen eerder standaardcontracten worden gebruikt. Van der Wijst vermeldt eveneens een aantal aan grootte gerelateerde kenmerken die mogelijk een invloed hebben op de schuldgraad zoals bijvoorbeeld het ontbreken van een financiële staf wat meestal impliceert dat er slechts op beperkte schaal aan financiële planning wordt gedaan. We kunnen dan aannemen dat de verschillende kredietvormen minder goed gekend zijn wat zal leiden tot een lagere schuldgraad.

Invloed op : SOLV, LEV, VVKT, VVLT

Maatstaf :

Ondernemingsgrootte wordt als volgt gemeten :

GROOTTE = ln(totaal actief)
= ln(|20/58|)

De natuurlijke logaritme reflecteert het feit dat het grootte-effect voornamelijk voor de kleinste ondernemingen zou spelen.

(b) Sector.

De sector als determinant heeft altijd al een intuïtieve aantrekking gehad. Ferri en Jones (1979) stellen dat ondernemingen in dezelfde sector met hetzelfde bedrijfsrisico geconfronteerd worden omdat deze ondernemingen dezelfde producten maken, dezelfde materiaal- en arbeidskosten dragen en ongeveer dezelfde technologie aanwenden. Cools (1993) daarentegen geeft aan dat de sector op zich niet kan beschouwd worden als een determinant maar als een proxy voor verschillende determinanten tegelijk. Wil men de sector toch als een directe determinant van de kapitaalstructuur beschouwen, dan kan dit volgens Cools enkel wanneer men zich baseert op theorieën die te maken hebben met marktgedrag. Sector is dus geen determinant omdat ondernemingen in een bepaalde sector dezelfde kenmerken hebben maar omdat ze in dezelfde markt opereren. Een dergelijke theorie vinden we terug bij Titman (1984) die stelt dat unieke ondernemingen en ondernemingen die een betere service na verkoop moeten leveren minder met schulden zullen financieren. Volgens Reuter (1970) kan de invloed van de sector niet enkel tot uiting komen via de markt waarin men zich bevindt doch ook via de kapitalisatiegraad, de conjuncturele gevoeligheid van de sector en de lengte van de fabricagecyclus.

Invloed op : SOLV, LEV, VVKT, VVLT

Maatstaf :

Het sectoreffect wordt gemeten aan de hand van sectordummies met de NACE-code op twee digitniveau.

SECTOR = sectordummies

(c) Financieringsmogelijkheden via moeder- of dochterondernemingen.

Behoren tot een groep kan op twee variabelen een invloed hebben. Ten eerste kan dit feit de schuldcapaciteit van de onderneming verhogen. Wanneer alle ondernemingen van een groep klant zijn bij dezelfde bank, dan kan de totale klantenrelatie voor die bank zo belangrijk zijn dat een individuele onderneming uit de groep, die in normale omstandigheden geen krediet zou krijgen, nu toch een krediet krijgt.

Een tweede variabele die beïnvloed kan worden is de relatieve hoeveelheid leverancierskrediet. Deloof (1995) vond voor een steekproef van grote niet-financiële Belgische ondernemingen dat gemiddeld 20% van het totale bedrag aan leverancierskrediet verschuldigd was aan verbonden ondernemingen of ondernemingen waarmee een deelnemingsverhouding bestond. Deloof en Jegers (1997) stellen daarom de volgende effecten voorop : wanneer een onderneming een tekort aan fondsen heeft zal ze meer gebruik maken van handelskrediet van verbonden leveranciers. Wanneer de onderneming overschotten aan fondsen heeft zal ze de handelsschulden t.o.v. deze leveranciers verminderen. Volgens Deloof en Jegers zouden deze effecten sterker moeten zijn bij verbonden ondernemingen dan bij onafhankelijke ondernemingen omdat de informatie-asymmetrie tussen verbonden ondernemingen minder is.

Invloed op : LEV, VV

Maatstaf :

Met behulp van de vragenlijst wordt nagegaan of de onderneming tot een groep behoort (VRAAG 5).

GROEP =	0	: de onderneming behoort niet tot een groep
	1	: de onderneming behoort wel tot een groep

4.3 Samenvatting.

In tabel 4.1 werd de volledige lijst van de variabelen en hun definitie opgenomen.

Tabel 4.1

Lijst van de variabelen en hun definiëring.

Variabele	Definiëring
SOLV	eigen vermogen / totaal passief
LEV	handelsschulden / totaal passief
VVKT	kredietinstellingen op korte termijn / totaal passief
VVLT	kredietinstellingen op lange termijn en leasing / totaal passief
GROEI	$(\text{balanstotaal}_t - \text{balanstotaal}_{t-2}) / (\text{balanstotaal}_{t-2})$
CONTROL	0 : men streeft financiële autonomie na 1 : men streeft geen financiële autonomie na.
KENNIS	0 : de ondernemer kan de werkelijke kostprijs van leverancierskrediet niet inschatten 1 : De ondernemer kan de werkelijke kostprijs van leverancierskrediet wel inschatten.
KORTING	% van de aankopen waarvoor men korting voor contante betaling krijgt.
CAPACITE	ongebruikte kredietlijnen op korte termijn / totaal passief.
RISK1	σ(nettoresultaat vóór financiële kosten en vóór belastingen)
RISK2	variatiecoëfficiënt van het nettoresultaat vóór financiële kosten en vóór belastingen.
MVA1	terreinen, gebouwen en leasing / totaal der activa
MVA2	installaties, machines, uitrusting, meubilair en rollend materieel / totaal der activa
KLANTEN	handelsdebiteuren / totaal der activa
VOORRAAD	voorraden en bestellingen in uitvoering / totaal der activa
LEVAANB	percentage van de inkopen grond- en hulpstoffen, diensten en diverse goederen waarvoor uitstel van betaling wordt gegeven / totaal der activa
CF	proxy voor de winstgevendheid
VV	totale hoeveelheid schulden als proxy voor de schuldcapaciteit.

OPLEID	OPLEID1 : Lager en middelbaar onderwijs. OPLEID2 : HOBU economisch. OPLEID3 : HOBU overige. OPLEID4 : Universitair economisch. OPLEID5 : Universitair overige.
ERVARING	aantal jaren relevante ervaring in een leidinggevende functie.
ACCOUNT	0 : geen betrokkenheid van de accountant 1 : wel betrokkenheid van de accountant
RELATIE	duur van de relatie met de huidige bank, uitgedrukt in aantal jaren.
CONCENTR	aantal banken waarover de waarborgen gespreid zijn.
BANKSHOP1	het aantal bankiers, uitgesplitst in 3 dummy-variabelen : 'één-bankier', 'twee tot drie bankiers', 'meer dan drie bankiers'
BANKSHOP2	het aantal banken waarbij men een kredietaanvraag indient voor een investering
EV	gecorrigeerd eigen vermogen (bankdefinitie)
MACHT	% van de aankopen waarvan de onderneming zelf de betalingstermijn kan bepalen
GROOTTE	ln (totaal actief)
SECTOR	sectordummies
GROEP	0 : de onderneming behoort niet tot een groep 1 : de onderneming behoort wel tot een groep

Hoofdstuk 5 : Empirische toetsing van de determinanten van de kapitaalstructuur van kleine industriële ondernemingen.

"All of us seek and use simplifications to overcome the frustrating sterility of the cliché that everything depends on everything else. But we all know that we do so at some peril". (Brainard en Tobin, 1968)

5.1 Inleiding.

In de twee vorige hoofdstukken werden enkele hypothesen geformuleerd inzake de determinanten van de kapitaalstructuur van kleine industriële ondernemingen. In dit hoofdstuk worden deze hypothesen empirisch getoetst.

De empirische analyse in dit hoofdstuk draagt in velerlei opzichten bij tot de empirische literatuur inzake de determinanten van de kapitaalstructuur van kleine (industriële) ondernemingen :

- in deze studie worden de determinanten onderzocht die via het **casestudy-onderzoek** van hoofdstuk 3 werden afgeleid, in tegenstelling tot het merendeel van eerdere empirische studies voor kleine ondernemingen die de determinanten onderzochten die afgeleid konden worden uit de bestaande kapitaalstructuurtheorieën.
- deze studie bekijkt de kapitaalstructuur breder dan traditioneel het geval is, met name door in plaats van de opsplitsing in eigen vermogen en schuldfinanciering, waarbij deze laatste eventueel nog wordt opgesplitst in korte en lange termijn, een **vierledige indeling van de kapitaalstructuur** te hanteren, gebaseerd op de vier belangrijkste financieringsbronnen die geïdentificeerd werden in het casestudy-onderzoek met name : het eigen vermogen, langetermijnbankkredieten, leverancierskrediet en kortetermijnbankkredieten.
- deze studie houdt expliciet rekening met de **onderlinge wisselwerking** tussen deze vier hogervermelde passiefrekeningen en met de mogelijke **simultane effecten** tussen de determinanten, enerzijds, en de afhankelijke variabelen, anderzijds.
- deze studie is de eerste die specifiek de empirische determinanten van de kapitaalstructuur van kleine industriële ondernemingen onderzocht in een **Belgische context.**

Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd. In paragraaf 5.2 wordt een beschrijving gegeven van het gebruikte

gegevensbestand en de procedure die gevolgd werd om de nodige gegevens te verzamelen. Paragraaf 5.3 geeft een beknopt overzicht van de evolutie van de belangrijkste componenten van de kapitaalstructuur doorheen de tijd. Vervolgens wordt in paragraaf 5.4 met behulp van een canonische correlatieanalyse onderzocht welke de belangrijkste financieringsstrategieën zijn die kleine industriële ondernemingen volgen. Hierop aansluitend worden in paragraaf 5.5 de determinanten van de kapitaalstructuur onderzocht met behulp van een econometrisch model dat rekening houdt met verschillende simultane effecten. Paragraaf 5.6 besluit het hoofdstuk met de conclusies.

5.2 Beschrijving van de onderzoeksgegevens.

5.2.1 Basisbestand.

De gegevens die voor dit onderzoek werden gebruikt zijn de gepubliceerde jaarrekeningen van het boekjaar 1995 die terug te vinden zijn op de CD-rom (editie november 1996) van de Nationale Bank van België (NBB). Hieruit werden de kleine industriële ondernemingen geselecteerd (ondernemingen uit de NACE-sectoren 2, 3 en 4) met als selectiecriterium alle ondernemingen met een balanstotaal van minimum 20 miljoen BEF en maximum 200 miljoen BEF. Dit selectiecriterium werd gekozen omdat de vooropgestelde hypothesen afgeleid werden na de analyse van 10 cases die zich binnen deze grenzen bevonden. Omdat een zo hoog mogelijke kwaliteit van de gegevens werd nagestreefd, werden alle ondernemingen geselecteerd waarvan de jaarrekening aan alle controles van de balanscentrale van de NBB voldoet. Dit leverde een *basisbestand* op van 1815 kleine[1] Belgische industriële ondernemingen.

Het opleggen van deze zeer strenge kwaliteitseisen aan de onderzoeksgegevens zou een *sample selection bias* kunnen meebrengen. Het feit dat een onderneming een foutloze jaarrekening neerlegt zou een proxy kunnen zijn voor de kwaliteit van het management[2]. Bovendien toonden Jegers en Buijink (1987) aan dat het relatief gemiddeld aantal fouten in de jaarrekening negatief gecorrreleerd is met de ondernemingsgrootte en positief met een hogere schuldgraad. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat het een

[1] Er dient wel rekening gehouden te worden met het feit dat door het gebruik van dit criterium mogelijk Belgische filialen van grote buitenlandse ondernemingen zijn opgenomen. Met behulp van de informatie uit de vragenlijst werden deze ondernemingen opgespoord en uit het later gecreëerde analysebestand verwijderd.

[2] De kwaliteit van het management kan immers een invloed hebben op de gekozen financieringsstrategie. Wanneer inderdaad de kwaliteit van het management bepalende is voor het feit of men al dan niet een foutloze jaarrekening neerlegt dan kunnen de resultaten enkel gegeneraliseerd worden tot de ondernemingen met een goed kwalitatief management.

onderzoek betreft over de periode 1977-1983. Sindsdien[3] is de situatie aanzienlijk verbeterd wat ook blijkt uit het toenemend aantal ondernemingen dat sinds 1985 jaar na jaar voldoet aan de hoogste kwaliteitsvereisten van de NBB. We moeten bij de interpretatie van de resultaten dan ook rekening houden met het bestaan van een mogelijke sample selection bias doch er zijn weinig redenen om aan te nemen dat deze bias groot is.

Van de 1815 geselecteerde ondernemingen publiceerde 795 ondernemingen een volledig schema en 1020 ondernemingen legden een verkort schema neer bij de NBB. Een overzicht van het aantal ondernemingen per provincie en per sector is opgenomen in de tabellen 5.1 en 5.2.

Tabel 5.1

Overzicht van het aantal ondernemingen per provincie.

Provincie	Aantal ondernemingen
Antwerpen	287
Limburg	154
Oost-Vlaanderen	310
West-Vlaanderen	352
Vlaams-Brabant	141
Brussel	176
Henegouwen	80
Namen	59
Luik	131
Luxemburg	73
Waals-Brabant	51

[3] Eén van de redenen waarom de situatie aanzienlijk verbeterd is , is het feit dat het sinds 1 april 1993 mogelijk is om jaarrekeningen op diskette in te dienen. Hiervoor gebruikt men het programma dat speciaal voor dit doel werd ontwikkeld door de NBB. Dit programma bevat de coherentiecontroles die de NBB op de jaarrekeningen uitvoert. De onderneming kan aldus op voorhand controleren of haar jaarrekening aan alle controles voldoet. Bovendien zijn vanaf 1/1/1997 de tarieven voor het neerleggen van een jaarrekening op diskette lager dan voor het indienen op papier (KB 19/12/1996). Volgens de balanscentrale van de NBB (Jaarverslag NBB, 1995) is het indienen van de jaarrekening op diskette vooral populair bij K.M.O.'s (61,4% van de K.M.O.'s t.o.v. 30,3% bij de grote ondernemingen voor het boekjaar 1995). Dit kan verklaard worden door het feit dat de meeste K.M.O.'s voor de opstelling van hun jaarrekening vooral een beroep doen op accountantsbureaus die gebruik maken van het programma van de NBB. De kwaliteit van de jaarrekening van K.M.O.'s zou daarom kunnen afhangen van het feit of de accountant al of niet de diskette van de NBB gebruikt zodat de sample selection bias in dat geval minimaal zal zijn. Recent onderzoek terzake werd bij mijn weten echter nog niet verricht.

Tabel 5.2

Overzicht van het aantal ondernemingen per sector (NACE-codes op 2-digit niveau)

Sector	Aantal ondernemingen.
22 Productie en eerste verwerking van metalen	17
23 Winning van niet-energetische mineralen (excl. ertsen)	30
24 Productie van steen, cement, betonwaren, aardewerk, glas, e.d.	123
25 Chemische industrie	63
26 Productie van kunstm. en synth. continugaren en vezel	1
31 Productie van metaalproducten (excl. machines en transportmiddelen)	312
32 Machinebouw	117
33 Productie van bureaumachines en computers	5
34 Elektrotechnische industrie	77
35 Automobielbouw, prod. v. trekauto's, caravans en automotoren	31
36 Productie van overige transportmiddelen	22
37 Fijnmechanische en optische industrie	17
41 Voedings- en genotsmiddelenindustrie	158
42 Voedings- en genotsmiddelenindustrie	82
43 Textielnijverheid	130
44 Ledernijverheid	8
45 Schoen- en kledingnijverheid	98
46 Houtindustrie; productie van houten meubelen	175
47 Prod. v. papier en papierwaren; graf. nijverheid; uitgeverijen	229
48 Rubber- en plastiekverwerkende industrie	80
49 Overige verwerkende industrie	40

5.2.2 Procedure voor de gegevensverzameling van het analysebestand.

Omdat een aantal hypothesen betrekking hebben op gegevens die niet terug te vinden zijn in de jaarrekening, werd een vragenlijst opgesteld om de nodige gegevens bij de geselecteerde ondernemingen zelf te verzamelen. Om de kostprijs van de bevraging te drukken en de voorbereiding en verwerking van de vragenlijst te vergemakkelijken werd besloten om enkel de 1244 Vlaamse ondernemingen van het basisbestand te bevragen. Als respondenten voor de enquête werden de ondernemers (zaakvoerders, gedelegeerd bestuurder, ...) van de geselecteerde ondernemingen gekozen omdat uit het vooronderzoek bleek dat deze personen het financieel beleid van de onderneming meestal volledig zelf bepalen.

Bij het uitwerken van de bevragingsprocedure en het opstellen van de vragenlijst was de hoofdbekommernis om te komen tot een maximale responsrate. Daarom werd nauwgezet aandacht besteed aan de volgende punten :

- Een korte vragenlijst : ondernemers hebben zeer weinig tijd. Het invullen van de vragenlijst mocht zeker niet meer dan 10 minuten tijd in beslag nemen. Daarom werd de definitieve vragenlijst beperkt tot slechts 4 pagina's.
- Zeer korte, gesloten vragen : er werd zo veel mogelijk met ja/nee of rangschikkingsvragen gewerkt. Wanneer toch met open vragen werd gewerkt, was dat om telkens één enkel gegeven op te vragen. (Vb. de leeftijd van de ondernemer)
- Mogelijkheid tot het anoniem invullen van de vragenlijst : de ondernemers kregen de mogelijkheid om indien gewenst de vragenlijst anoniem terug te sturen. Dit leverde wel een praktisch probleem op bij de verwerking van de vragenlijst. De gegevens uit de vragenlijst moesten immers gelinkt worden aan de financiële gegevens uit het reeds gecreëerde basisbestand. Om dit probleem op te vangen werd er een onopvallende code verwerkt in het adres van de retourbrief.
- Het opnemen van een 'incentive' : via het N.C.M.V. werden 5 exemplaren van een boek met betrekking tot financieel management ter beschikking gesteld. Wanneer men de vragenlijst zou terugsturen kwam men in aanmerking om een exemplaar van dit boek te winnen. Tegelijkertijd werd beloofd de resultaten van het onderzoek op te sturen.
- Belang van het onderzoek zeer duidelijk aangeven : het onderzoek werd duidelijk voorgesteld als een universitair onderzoeksproject in samenwerking met het N.C.M.V. Hasselt. De introductiebrief werd mede ondertekend door het diensthoofd van C.T.B. Hasselt.
- Dataverzamelingsmethode : er werd gekozen voor een schriftelijke bevraging met een telefonische opvolging. Een telefonische opvolging leek de aangewezen methode om de verwachte hoge nonrespons van de schriftelijke bevraging te reduceren.
- Persoonlijke adressering aan de respondent : het is van groot belang voor een hoge responsrate dat de vragenlijst bij de juiste persoon terechtkomt. De adressen van de 1244 ondernemingen werden bekomen via de CD-rom van de NBB. Vervolgens werd gezocht naar de naam van de ondernemer op de CD-rom "Bedrijvengids Vlaanderen" van de GOM. Van 529 ondernemingen kon de naam van de ondernemer achterhaald worden. De andere brieven werden geadresseerd 't.a.v. de zaakvoerder'. Wanneer meerdere ondernemingen door dezelfde ondernemer geleid werden, werd slechts één vragenlijst opgestuurd. In totaal werden 1135 vragenlijsten opgestuurd.

Na het opstellen van de vragenlijst onderging ze een voortest, uitgevoerd door twee ondernemers, enkele

collega-onderzoekers en het N.C.M.V. De definitieve vragenlijst en de begeleidende brief werden in bijlage 3 opgenomen. Tien dagen na het opsturen van de vragenlijst werd gestart met de telefonische opvolging. De telefonische opvolging werd beperkt tot twee weken. Tijdens het telefonisch onderhoud werd de ondernemer gevraagd de vragenlijst samen met de telefonist door te nemen. In totaal werden ongeveer 400 ondernemers telefonisch gecontacteerd, willekeurig gekozen uit de ondernemingen die ook voorkomen op de Bedrijvengids Vlaanderen van de GOM. De ondernemingen uit de provincie Limburg werden eerst gecontacteerd wat een lichte vertekening van het procentueel aandeel van deze provincie in het totaal tot gevolg had.

Deze procedure leverde uiteindelijk 215 vragenlijsten op wat een responsrate van 18,9% betekende. Na controle bleken 7 ondernemingen niet te behoren tot de groep van kleine ondernemingen. Deze ondernemingen werden uit het bestand verwijderd. De overblijvende 208 ondernemingen vormden het *analysebestand*. De vragenlijsten bleken vrij goed ingevuld te zijn zodat relatief weinig vragenlijsten onbruikbaar waren. Wel bleken de drie rangschikkingsvragen soms verkeerd geïnterpreteerd te zijn. De verkeerd geïnterpreteerde vragen werden niet opgenomen in het bestand. Dit leverde voor de vragen 25, 26 en 27 respectievelijk 188, 197 en 205 bruikbare antwoorden op.

Een overzicht van het aantal ondernemingen per provincie is opgenomen in tabel 5.3. Hieruit blijkt dat de proportionele vertegenwoordiging van de provincies in het analysebestand grotendeels overeenkomt met de procentuele vertegenwoordiging in het basisbestand. Enkel voor Limburg en Antwerpen wordt een afwijking geconstateerd. De hogere proportionele vertegenwoordiging van Limburg is logisch gezien de vrij goede bekendheid met het L.U.C. en de intensievere telefonische bevraging van ondernemingen uit deze provincie. Voor de relatief lage procentuele medewerking van ondernemingen uit de provincie Antwerpen kan geen duidelijke verklaring gegeven worden.

Tabel 5.3

Proportionele vertegenwoordiging van de Vlaamse provincies in het basisbestand en het analysebestand.

Provincie	Basisbestand	Analysebestand
Antwerpen	287 (23,1%)	35 (16,8%)
Oost-Vlaanderen	310 (24,9%)	52 (25%)
West-Vlaanderen	352 (28,3%)	48 (23,1%)
Limburg	154 (12,4%)	51 (24,5%)
Vlaams-Brabant	141 (11,3%)	22 (10,6%)

Tabel 5.4

Evolutie van de financiële structuur van de verwerkende nijverheden (NACE-sectoren 2, 3 en 4) over de periode 1985-1995. (Volledig schema)[a]

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Eigen vermogen (10/15)	35,1	36,6	36,9	35,4	36,7	36,9	35,8	35,1	35,2	36,2	36,5
Kapitaal (10)	20,3	20,3	19,6	18,8	17,5	18,1	18,1	18	18,2	18,3	17,9
Reserves (13)	10,9	11,5	12,2	11,5	13,2	13,1	13,1	12,8	12,7	13	12,6
Overgedragen winst (140)	3	3,5	4,3	4,8	5,2	5,4	5,4	5,3	5	5	6,2
Overgedragen verlies (141)	2,6	2,8	2,7	2,6	2,1	2,4	3,4	3,9	4	3,7	3,2
Financiële schulden>1j (170/4)	11,5	12,7	14,1	14,3	14,8	16,8	17,3	18,6	19,1	18,1	18,7
Kredietinstellingen>1j (172/3)	6,9	7,5	7,9	7,4	7,2	7,8	7,3	7,6	7,1	6,6	6,3
Overige leningen (174)	2,8	3,5	4,7	5,5	6,3	7,8	9	10	10,8	10,3	11,2
LTbankschulden (42+172/3)	9,3	9,8	10,6	10,9	10,5	11,3	11,4	11,5	11	10,3	9,8
Kredietinstellingen≤1j (430/8)	7,7	6,9	5,5	5,4	6,2	5,5	4,6	4,9	4,8	4,7	4,5
Overige kortetermijnschulden (439)	2	1,6	1,7	1,3	1,9	2,2	3,5	4,4	4,1	4,4	4,9
Handelsschulden (44)	20,5	18,4	18	19	17,8	16,3	15,8	15	14,6	15,1	15,1
Materiële vaste activa (22/27)	22,7	23	23,6	22,6	21,8	23,6	24,6	25,1	23,9	22,5	21,3
Financiële vaste activa (28)	10,9	12,5	14,3	15,9	18,5	21,3	23	25,1	27,1	28	30
Handelsdebiteuren (40/41)	32,7	31,7	29	29,5	29,4	26,4	25,5	23,6	23,1	23,7	23
Voorraden (3)	23,6	21,1	20	19,4	17,9	16,4	16,1	15,2	14	13,8	14,2

[a] Alle posten zijn uitgedrukt als een percentage ten opzichte van het balanstotaal.

Tabel 5.5

Evolutie van de financiële structuur van de verwerkende nijverheden (NACE-sectoren 2, 3 en 4) over de periode 1985-1995. (Verkort schema)[a]

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Eigen vermogen (10/15)	30,5	31,5	35,2	34,9	34,3	34,5	34,2	34,2	33,9	32,4	32,5
Kapitaal (10)	15,2	15,3	15,8	15,4	15,7	16,3	16,5	16,9	17,1	17	16,9
Reserves (13)	19,9	19,8	19,7	19,4	18,5	18,2	18,6	18,9	18,8	18,5	18,6
Overgedragen winst (140)	3,6	3,6	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	4,1
Overgedragen verlies (141)	5,4	4,7	5,3	4,7	4,4	4,5	5,5	6,6	7,1	8,2	8,4
Financiële schulden>1j (170/4)	10,8	11,6	12,8	14,3	14,8	16,2	16,8	17,3	17,5	17,8	17,9
Kredietinstellingen>1j (172/3)	8,9	9,8	10,9	11,9	12,8	13,9	14,4	14,5	14,7	14,8	14,9
Overige leningen (174/0)	1,9	1,8	1,8	2,4	2	2,2	2,4	2,7	2,8	2,9	3
LTbankschulden (42+172/3)	11	12,1	13,8	15	16,2	17,7	18,4	18,9	19,2	19,3	19,7
Kredietinstellingen≤1j (430/8)	5,5	5,7	5,7	5,3	6,4	5,6	5,4	5,4	5,4	5,5	5,6
Overige kortetermijnschulden (439)	0,5	0,4	0,7	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Handelsschulden (44)	25,4	24,6	23,6	23,6	22,7	22,3	21,6	20,4	20,2	21,3	21,1
Materiële vaste activa (22/27)	26,1	27,4	28,5	30,2	30,4	32	32,5	33,2	33,1	32,3	32,9
Financiële vaste activa (28)	1,7	1,9	2,1	3	3,9	3,8	4,2	4,5	4,7	4,6	4,7
Handelsdebiteuren (40/41)	35,2	34,7	33,7	32,9	32,1	31,5	31	30,2	29,9	31	31,1
Voorraden (3)	22,9	21,6	8,7	19,2	17,8	17,7	17,4	17	16,9	16,8	16,6

[a] Alle posten zijn uitgedrukt als een percentage ten opzichte van het balanstotaal.

5.3 Analyse van de evolutie van de financiële structuur van de ondernemingen uit de verwerkende nijverheden voor de periode 1985-1995.

Om een beter inzicht te krijgen in de evolutie van de belangrijkste componenten van de kapitaalstructuur werd een beroep gedaan op de geglobaliseerde statistieken van de CD-rom van de NBB. Deze statistieken werden apart berekend voor het verkort en voor het volledig schema en zijn opgenomen in de tabellen 5.4 en 5.5. Deze tabellen geven de evolutie weer voor de periode 1985-1995. De opsplitsing in volledig en verkort schema maakt het mogelijk tot een ruwe indeling te komen van kleine en grote ondernemingen. Nochtans blijken veel kleine ondernemingen (volgens het criterium dat in dit proefschrift wordt gehanteerd) een volledig schema te publiceren. Deze ondernemingen sluiten wat betreft financiële structuur meer aan bij de ondernemingen die een verkort schema publiceren dan bij de grote ondernemingen, wat tot vertekening van de resultaten kan leiden. We werken echter met geglobaliseerde gegevens in plaats van met gemiddelden zodat dit probleem zich veel minder stelt. De grotere ondernemingen krijgen hierdoor een veel groter gewicht, zodat we mogen aannemen dat uit het verkort schema de financiële structuur voor kleine ondernemingen kan afgeleid worden, terwijl het volledig schema die van grote ondernemingen weergeeft.

Uit een analyse van de evolutie van het eigen vermogen blijkt dat deze post voor het volledig schema weinig verandert over de periode 1985-1995. We vinden enkel een kleine daling tijdens de jaren van laagconjunctuur '92-'93, ten gevolge van de overgedragen verliezen die hun hoogste punt bereikten. De samenstelling van het eigen vermogen onderging wel een verandering tijdens de beschouwde periode. Het aandeel van het kapitaal nam af ten voordele van de reserves, die toenamen. Voor het verkort schema vinden we een andere evolutie. Het eigen vermogen neemt toe tot het einde van de jaren '80 waarna een daling wordt vastgesteld ten gevolge van toegenomen overgedragen verliezen tijdens de jaren van laagconjunctuur. De samenstelling evolueert hier echter net omgekeerd als bij het volledig schema. Het kapitaal neemt toe terwijl de reserves lichtjes achteruitgaan.

De financiële schulden blijken aanzienlijk toegenomen te zijn over de periode 1985-1995. Voor het verkort schema zijn de 'kredietinstellingen>1j' verantwoordelijk. Deze stijging hangt samen met de toegenomen investeringen in materiële vaste activa. De overige financiële leningen nemen ook fors toe alhoewel het relatieve belang erg beperkt blijft. Deze stijging blijkt samen te hangen met de stijging in de financiële vaste activa die maar liefst met 176% toenemen tijdens de beschouwde periode. Dit verband wordt nog veel duidelijker wanneer we naar het volledig schema kijken. Hier zien we dat de toename in de vaste activa vooral het gevolg is van investeringen in financiële vaste activa. Het aandeel van de financi-

ele vaste activa in de totale activa stijgt van 10,9% in 1985 tot maar liefst 30% in 1995. De verviervoudiging van de overige financiële leningen moet ook in dit opzicht bekeken worden. Uit een studie van Deloof (1995) bleek immers dat de langetermijnschulden binnen de groep, die vooral op de post 'overige financiële leningen' worden geboekt, meestal een alternatief zijn voor schulden bij kredietinstellingen.

De financiële kortetermijnschulden ('kredietinstellingen≤ 1j' en 'overige kortetermijnschulden') vertonen quasi geen veranderingen voor het verkorte schema gedurende de onderzochte periode. Terwijl de samenstelling van deze schulden voor het verkort schema weinig of niet veranderde, merken we voor het volledig schema een serieuze verschuiving op. De kredietinstellingen≤ 1j nemen met 40% af, terwijl de overige financiële kortetermijnschulden meer dan verdubbelden en zelfs proportioneel groter werden dan de kredietinstellingen≤ 1j. De handelsschulden vertonen een dalende trend voor beide schematypes. Een mogelijke verklaring kan gevonden worden in een gelijklopende dalende trend voor de debiteuren en de voorraden.

5.4 Preliminaire resultaten[4] : een canonische correlatieanalyse van de twee zijden van de balans.

5.4.1 Inleiding.

Uit het casestudy-onderzoek werd de hypothese afgeleid dat de financieringsstrategieën van kleine ondernemingen sterk beïnvloed zouden worden door het matchingprincipe. Om deze hypothese (hypothese 19) en enkele aanverwante hypothesen (hypothesen 3, 7, 8, 9, 18) te kunnen testen, wordt in deze paragraaf onderzocht welke financieringsstrategieën kleine ondernemingen precies volgen. De resultaten van dit empirische onderzoek kunnen een beter inzicht geven in de kapitaalstructuurkeuzes van kleine ondernemingen.

De financieringsstrategieën van ondernemingen vinden hun weerslag in de balans. Zo vonden Stowe, Watson en Robertson (1980) in een studie van grote ondernemingen verschillende relaties tussen de twee balanszijden. De gevonden relaties duiden er volgens hen op dat grote ondernemingen de termijnstructuur van activa en passiva in overeenstemming brengen, activa gebruiken als onderpand voor leningen, leverancierskrediet gebruiken om de voorraden te financieren, en aan risicomanagement doen door tegelijkertijd minder gebruik te maken van schulden en meer liquiditeiten aan te houden. Vergelijkbare resultaten werden gevonden door Van Auken en Holman (1995) in een studie naar het financieringsgedrag van kleine publieke ondernemingen. Zij kwamen evenwel tot de bevinding dat zowel voorraden als

[4] Deze paragraaf is voornamelijk gebaseerd op Voordeckers (1998).

handelsdebiteuren gefinancierd worden door kortetermijnschulden en leverancierskrediet, in tegenstelling tot Stowe, Watson en Robertson.

Het doel van deze paragraaf is na te gaan welke financieringsstrategieën kleine industriële ondernemingen volgen door de samenhang tussen de actief- en passiefzijde van de balans te bestuderen. Om de samenhang tussen de twee zijden van de balans te onderzoeken werd gebruik gemaakt van canonische correlatieanalyse. Deze techniek is aangewezen wanneer men de relaties tussen twee sets van variabelen (de actief- en passiefrekeningen) wil onderzoeken terwijl men rekening houdt met de relaties binnen de sets. Deze studie gaat verder dan de vorige geciteerde studies omdat er met **gedetailleerdere balansposten** wordt gewerkt zodat **een aantal bijkomende verbanden** geanalyseerd kunnen worden. Bovendien wordt in het kader van een robuustheidsanalyse onderzocht of er binnen de verschillende subsectoren andere financieringsstrategieën worden gevolgd.

Voor het uitvoeren van de canonische correlatieanalyse werd gebruik gemaakt van het basisbestand van 1815 ondernemingen. De resultaten van het analysebestand werden bij de robuustheidstesten opgenomen. Omdat de resultaten gevoelig kunnen zijn voor outliers werden de ondernemingen verwijderd die voor de geselecteerde variabelen zeer extreme waarden[5] rapporteerden. Na de verwijdering van de outliers werd een databestand bekomen van 1751 ondernemingen.

5.4.2 Onderzoeksmethode.

Om de verbanden tussen de actief- en de passiefzijde van de balans te onderzoeken kan men gebruik maken van enkelvoudige correlaties zoals de Pearson-correlatiecoëfficiënten. De conclusies die getrokken worden uit enkelvoudige correlatiecoëfficiënten moeten echter met de nodige voorzichtigheid behandeld worden. Verschillende studies (o.a. Brainard en Tobin, 1968, Hay en Louri, 1989) benadrukken de onderlinge afhankelijkheid tussen activa en passiva. De verschillende posten van de actief en de passiefzijde worden niet individueel doch tegelijkertijd bepaald. Dit betekent dat we de correlaties tussen alle variabelen aan actief- en passiefzijde tegelijkertijd in beschouwing moeten nemen. De aangewezen techniek om de relatie tussen twee sets van variabelen te onderzoeken terwijl er rekening wordt gehouden met de onderlinge afhankelijkheden tussen de variabelen binnen iedere set is canonische correlatieanalyse (Fornell en Larcker, 1980).

Canonische correlatieanalyse is een techniek waarbij voor ieder van de twee sets van variabelen (de

[5] In totaal werden 3% van de ondernemingen verwijderd uit de steekproef. De afkapwaarden voor de posten van de actiefzijde variëren van 0,8 tot 0,95. Voor de schuldcategorieën werd een afkapwaarde van 1,2 gehanteerd en voor het eigen vermogen werd afgekapt op -1.

criteriumset en de voorspellingsset genoemd) een lineaire combinatie van variabelen wordt afgeleid zodat de correlatie tussen de twee lineaire combinaties een maximale waarde bereikt (Thompson, 1984). Deze twee lineaire combinaties tezamen worden de canonische functie genoemd. Het aantal canonische functies dat maximaal afgeleid kan worden is gelijk aan het aantal variabelen in de dataset met het kleinste aantal variabelen. De procedure gaat als volgt. Eerst wordt een paar van lineaire combinaties (de canonische variabelen) afgeleid met de hoogste correlatie. Vervolgens wordt een tweede paar van lineaire combinaties afgeleid met de hoogste correlatie, dat niet gecorreleerd is met het oorspronkelijk geselecteerde paar. Deze procedure wordt herhaald tot het maximaal aantal canonische functies is afgeleid. De samenhang tussen de canonische variabelen wordt canonische correlaties genoemd (Johnson en Wichern, 1988). Het canonische correlatiemodel kan voor ieder paar van canonische variabelen als volgt geschreven worden :

voor de criteriumset :

$$\hat{Y}_1 = a_1 y_{11} + a_2 y_{12} + \ldots + a_j y_{1j}$$
$$\vdots$$
$$\hat{Y}_n = a_1 y_{n1} + a_2 y_{n2} + \ldots + a_j y_{nj}$$

en voor de voorspellingsset :

$$\hat{X}_1 = b_1 x_{11} + b_2 x_{12} + \ldots + b_j x_{1j}$$
$$\vdots$$
$$\hat{X}_n = b_1 x_{n1} + b_2 x_{n2} + \ldots + b_j x_{nj}$$

waarbij $\hat{Y}$ en $\hat{X}$ de canonische variabelen zijn en a en b de canonische gewichten. De canonische correlatie tussen ieder paar van canonische variabelen wordt bekomen door de correlatie te berekenen tussen $\hat{Y}$ en $\hat{X}$ over alle observaties (Fornell en Larcker, 1980).

De canonische variabelen kunnen geïnterpreteerd worden aan de hand van de correlatie tussen de oorspronkelijke variabelen en de canonische variabelen, de canonische lading genoemd. Wanneer een variabele uit de voorspellingsset en een variabele uit de criteriumset gecorreleerd zijn met hetzelfde paar van canonische variabelen dan wordt verondersteld dat ze gerelateerd zijn aan elkaar. Doch soms levert de canonische correlatieanalyse resultaten op die moeilijk interpreteerbaar zijn. Om de interpretatie van de resultaten te vereenvoudigen werden de canonische ladingen van beide variabelensets geroteerd met

behulp van het Varimax Kaiser Normalisatiecriterium[6]. Door de rotatie van de ladingen blijft de optimale oplossing behouden terwijl de interpretatie van de resultaten vereenvoudigd wordt (Cliff en Krus, 1976).

Wanneer men canonische ladingen gebruikt, stelt zich het probleem dat hiervoor geen significantieniveau beschikbaar is. Welke ladingen als betekenisvol worden aanzien, kan willekeurig bepaald worden door de onderzoeker. Lambert en Durand (1975) komen tot de conclusie dat in vroegere studies afkapwaarden van 0,28 tot 0,45 voorkomen bij de ladingen waarbij de waarde 0,30 het meest gebruikt werd. Doch een waarde van 0,30 betekent dat slechts 9% van de variatie in de geobserveerde variabele gedeeld wordt met de canonische score van deze lineaire combinatie. Lambert en Durand (1975) stellen zich dan ook terecht de vraag of een dergelijk lage waarde wel voldoende is omdat de variantie die de geobserveerde variabele deelt met de andere dataset in dat geval zelfs minder zal zijn dan 9%. Omwille van deze argumenten wordt in deze studie een strenge afkapwaarde gekozen. De waarde van een lading wordt als betekenisvol beschouwd als ze minimaal 0,40 bedraagt.

De gekwadrateerde canonische correlatiecoëfficiënten geven de verklaarde variantie van telkens twee canonische variabelen weer. Doch deze maatstaf voor de verklarende kracht van het model kan vertekend zijn omdat een sterke correlatie tussen twee canonische variabelen niet noodzakelijk betekent dat van beide canonische variabelen veel variantie verklaard wordt door hun set van oorspronkelijke variabelen. Een betere maatstaf voor de verklaarde variantie is de Stewart and Love's redundancy index. Deze maatstaf geeft de hoeveelheid verklaarde variantie weer tussen de canonische variabelen van de voorspellingsset en de oorspronkelijke variabelen van de criteriumset en kan als volgt berekend worden (Lambert en Durand, 1975) :

$$\bar{R}^2_{c/p} = \sum_{i\,1}^{Mc} \lambda_i \left[\sum_{j\,i}^{Mc} \frac{L_{ji}^2}{Mc}\right]$$

waarbij :

λ_i = de gekwadrateerde canonische R voor de i-de lineaire combinatie.

L_{ji} = de canonische lading tussen de j-de variabele en de i-de combinatie.

Mc = het aantal variabelen in de criteriumset.

---

[6] Deze rotatie werd uitgevoerd door de gecombineerde ladingen van beide variabelensets te roteren met de Varimax rotatieprocedure in het factoranalyseprogramma van SPSS.

5.4.3 Empirische resultaten.

Naar analogie met Van Auken en Holman (1995) en Stowe, Watson en Robertson (1980) werd vertrokken van een basisbalans waarin vier actief- en vier passiefrekeningen opgenomen werden. Naast deze basisbalans werden nog verschillende andere uitgebreide balansmodellen geanalyseerd om de gevonden relaties verder uit te diepen en bijkomende verbanden te ontdekken. Iedere balansrekening werd gedeeld door het balanstotaal om een procentuele verhouding te verkrijgen.

Tabel 5.6

Beschrijvende statistieken voor de steekproef van 1751 kleine industriële ondernemingen.

Variabele	Gemiddelde	Mediaan	St. Afw.
Activa			
Oprichtingskosten	0.001	0.000	0.005
Immateriële vaste activa	0.009	0.000	0.049
Materiële vaste activa	0.284	0.248	0.213
Financiële vaste activa	0.039	0.001	0.121
Voorraden	0.186	0.141	0.169
Handelsdebiteuren	0.372	0.350	0.193
Geldbeleggingen	0.041	0.000	0.112
Liquide middelen	0.059	0.035	0.070
Passiva			
Kapitaal	0.189	0.105	0.286
Winstreserve	0.154	0.133	0.359
Langetermijnbankschulden	0.151	0.092	0.171
Overige langetermijnschulden	0.049	0.002	0.110
Kortetermijnbankschulden	0.057	0.003	0.101
Leveranciers	0.248	0.221	0.174
Overige kortetermijnschulden	0.143	0.098	0.140

De voornaamste variabelen en hun beschrijvende statistieken zijn in tabel 5.6 opgenomen. Uit tabel 5.6 kunnen we afleiden dat de vlottende activa gemiddeld twee derde uitmaken van het balanstotaal. De

handelsdebiteuren zijn de grootste post met een gemiddelde van 37,2% van alle activa. De vaste activa blijken voornamelijk te bestaan uit materiële vaste activa. Opvallende vaststelling voor de activa is dat zowel geldbeleggingen als financiële vaste activa allebei ongeveer 4% van de totale activa uitmaken terwijl de mediaanwaarde quasi nul is. Dit duidt erop dat slechts weinig kleine ondernemingen hun overschotten beleggen, waarschijnlijk omdat ze te weinig of geen overschotten aan liquiditeiten bezitten. Aan passiefzijde merken we dat 54,3% van de totale activa door langetermijnverplichtingen (eigen vermogen en langetermijnschulden) worden gefinancierd. Het aandeel van de kortetermijnbankschulden is nogal beperkt : slechts 5,7% van de totale activa wordt hiermee gefinancierd. Dit kan verklaard worden door de aversie die er zou bestaan tegenover kortetermijnbankkredieten zoals kaskrediet wegens de relatief hoge kostprijs.

De Pearson-correlatiecoëfficiënten van het basismodel en het uitgebreide model zijn weergegeven in de tabellen 5.7 en 5.8. Uit tabel 5.7 kunnen we afleiden dat de vaste activa positief met de langetermijnschulden gecorreleerd zijn en in mindere mate leveranciers met handelsdebiteuren, evenals het eigen vermogen met de liquide middelen en geldbeleggingen. Tabel 5.8 geeft vergelijkbare conclusies doch via deze tabel krijgen we een beter zicht op welke rekeningen precies gecorreleerd zijn. We merken dat de geldbeleggingen een positieve correlatie vertonen met de winstreserve en de materiële vaste activa blijken gecorreleerd te zijn met de langetermijnbankschulden.

Tabel 5.7

Pearson-correlatiecoëfficiënten tussen activa en passiva : basismodel.

Activa	Passiva			
	Eigen vermogen	LT schulden	Ov. KT schulden	Leveranciers
Vaste activa	-0.105**	0.521**	-0.110**	-0.324**
Voorraden	-0.100**	-0.144**	0.209**	0.105**
Handelsdebiteuren	-0.022	-0.348**	0.046	0.374**
Liquiditeiten	0.348**	-0.205**	-0.143**	-0.132**

** correlatie significant bij een significantieniveau van 1%.

In tabellen 5.9 tot en met 5.12 zijn de resultaten[7] opgenomen van de basisbalans en een uitgebreide balans. Enkel de canonische functies die een canonische correlatie opleveren die minstens significant is op het 1%

[7] Bij de bespreking van de resultaten werd in eerste instantie uitgegaan van de niet-geroteerde ladingen, waarna de geroteerde ladingen gebruikt werden als een informele sensitiviteitsanalyse om de eerste bevindingen van de niet-geroteerde ladingen te bevestigen. Daarom wordt bij de bespreking van de resultaten enkel naar de niet-geroteerde ladingen verwezen.

significantieniveau werden in beschouwing genomen. Dit leverde drie canonische functies op voor de basisbalans en vier canonische functies voor de uitgebreide balans. De redundancy-index leverde voor het basismodel waarden op van 18,5% (activa verklaard door passiva) en 16,3% (passiva verklaard door activa) en voor het uitgebreide model 13,3% (activa verklaard door passiva) en 13,5% (passiva verklaard door activa).

Tabel 5.8

Pearson-correlatiecoëfficiënten tussen activa en passiva : uitgebreid model.

Activa	Passiva						
	Kapitaal	Winstre-serve	LT bank-schulden	Ov. LT schulden	leveran-ciers	KT bank-schulden	Ov. KT schulden
Oprichtingskosten	0.095**	-0.106**	-0.010	0.028	0.039	0.016	0.008
Imm. vaste activa	0.134**	-0.182**	0.041	0.063**	0.060*	0.029	-0.003
Mat. vaste activa	0.033	-0.118**	0.575**	0.041	-0.275**	-0.089**	-0.090**
Fin. vaste activa	0.096**	-0.013	-0.098**	0.139**	-0.141**	-0.014	0.032
Voorraden	-0.005	-0.063**	-0.161**	-0.002	0.105**	0.312**	0.022
Klanten	-0.078**	0.047*	-0.302**	-0.138**	0.374**	0.009	0.048*
Geldbeleggingen	-0.034	0.262**	-0.178**	-0.007	-0.206**	-0.168**	-0.015
Liquide middelen	-0.091**	0.143**	-0.139**	-0.014	0.077**	-0.234**	0.062**

* correlatie significant bij een significantieniveau van 5%.

** correlatie significant bij een significantieniveau van 1%.

De resultaten uit canonische functie 1 van de basisbalans (tabel 5.9) ondersteunen onmiddellijk de matchinghypothese. De vlottende activa en de kortetermijnschulden hebben allemaal positieve canonische ladingen terwijl de vaste activa en langetermijnschulden een negatieve lading hebben. Deze resultaten leveren sterke indicaties op dat kleine industriële ondernemingen de termijnstructuur van activa en passiva met elkaar in overeenstemming brengen, waarmee hypothese 19 bevestigd zou worden. Deze bevindingen komen overeen met de resultaten van Van Auken en Holman (1995). Het lijkt dan ook aannemelijk te kunnen stellen dat de matchingstrategie inderdaad één van de meest algemene financieringsstrategieën is die kleine ondernemingen volgen.

Tabel 5.9

Canonische ladingen : basismodel

Functie	Niet-geroteerde ladingen			Geroteerde ladingen		
	1	2	3	4	5	6
Activa						
Vaste activa	-0.963	0.093	0.135	-0.779	-0.418	-0.416
Voorraden	0.298	0.383	-0.835	-0.004	-0.078	0.963
Handelsdebiteuren	0.767	0.214	0.568	0.959	-0.081	-0.172
Liquiditeiten	0.150	-0.974	-0.053	-0.087	0.959	-0.218
Passiva						
Eigen vermogen	0.131	-0.947	-0.110	-0.122	0.940	-0.165
LT-schulden	-0.891	0.348	0.292	-0.598	-0.665	-0.447
Ov. KT-schulden	0.187	0.473	-0.821	-0.079	-0.199	0.942
Leveranciers	0.628	0.510	0.589	0.905	-0.403	-0.142

Tabel 5.10

Teststatistieken voor de canonische functies : basismodel

Roots	Canonische correlaties	Barlett's χ^2	df	p-waarde
1	0.586	1034.896	16	0.000
2	0.367	300.062	9	0.000
3	0.154	47.845	4	0.000

Verdere analyse van canonische functie 1 (tabel 5.9) levert resultaten op met betrekking tot de relatie tussen de liquidatiewaarde van de activa en hun financiering (hypothese 9). Zo vinden we betekenisvolle negatieve ladingen voor de vaste activa en de langetermijnschulden. Om een beter zicht te krijgen op de specifieke relaties, werd in tabel 5.11 een uitgebreid balansmodel getest waarin de vaste activa uitgesplitst werden in materiële, immateriële, financiële vaste activa en oprichtingskosten. De langetermijnschulden

werden opgesplitst in langetermijnbankschulden en overige langetermijnschulden. Uit canonische functie 1 van tabel 5.11 kunnen we afleiden dat de materiële vaste activa positief laden met de langetermijnbankschulden. Hiervoor kunnen we een dubbele verklaring geven. Enerzijds volgt een onderneming in het kader van het risicomanagement een matchingstrategie, anderzijds kunnen materiële vaste activa dienst doen als onderpand voor langetermijnbankschulden.

Om de hypothesen 7 en 8 te kunnen testen werden de materiële vaste activa verder uitgesplitst in enerzijds terreinen en gebouwen en anderzijds materieel, machines en uitrusting. We vinden sterke positieve ladingen voor terreinen en gebouwen (0,793) en langetermijnbankschulden (0,898) (tabellen niet weergegeven). Deze resultaten ondersteunen hypothese 7. We vinden eveneens positieve ladingen voor materieel, machines en uitrusting (0,478) en de langetermijnbankschulden doch deze relatie is veel minder uitgesproken. Hypothese 8 blijkt dus slechts gedeeltelijk ondersteund te worden door de resultaten. Deze vaste activa blijken gefinancierd te worden met langetermijnbankkredieten. Met de eigen middelen vinden we geen enkele significante relatie.

Een antwoord op de vraag waarvoor de kortetermijnbankschulden vooral gebruikt worden vinden we in canonische functie 3 (tabel 5.11). De kortetermijnbankschulden laden positief met de voorraden wat er op wijst dat deze schulden voornamelijk gebruikt worden voor de financiering van de voorraden.

De kortetermijnbankschulden in kleine industriële ondernemingen blijken vooral gebruikt te worden ter financiering van de voorraden. Een verband met de handelsdebiteuren werd niet gevonden. We kunnen ons daarom de vraag stellen hoe de handelsdebiteuren gefinancierd worden? Een antwoord op deze vraag vinden we in canonische functie 1 (tabel 5.9). Hierin vinden we een betekenisvolle positieve lading voor de handelsdebiteuren en de leveranciers wat sterke vermoedens oplevert dat de handelsdebiteuren voornamelijk gefinancierd worden door de leveranciers (hypothese 18). Voor deze relatie kan een dubbele verklaring gegeven worden. Ten eerste bestaat de mogelijkheid dat de ondernemers de impliciete kostprijs van leverancierskrediet niet kennen zodat ze zoveel mogelijk een beroep proberen te doen op leverancierskrediet en wachten met betalen tot de klanten betalen. Een tweede mogelijke verklaring kan te maken hebben met de beperkte bereikbaarheid van bankkredieten zodat men noodgedwongen een beroep moet doen op leverancierskrediet. Welke verklaring hier het meest van toepassing is kan uit de gegevens niet afgeleid worden. Verder onderzoek is nodig om hierin duidelijkheid te brengen.

Uit canonische functie 2 (tabel 5.9) blijkt een positief verband te bestaan tussen de liquiditeiten en het eigen vermogen. Deze resultaten ondersteunen hypothese 3 en zijn volledig in overeenstemming met voorgaande studies. Om een beter inzicht te krijgen in deze relaties werden in tabel 5.11 de liquiditeiten

verder uitgesplitst in liquide middelen en geldbeleggingen en het eigen vermogen in kapitaal en winstreserve. Hieruit blijkt dat vooral de geldbeleggingen positief gerelateerd zijn met de winstreserve (canonische functie 2). Blijkbaar beslissen kleine ondernemingen in het kader van hun risicomanagement een deel van de winsten in te houden om het eigen vermogen te versterken en tegelijkertijd deze gelden als liquiditeitsreserve aan te houden onder de vorm van geldbeleggingen.

Tabel 5.11

Canonische ladingen : uitgebreid model

	Niet geroteerde ladingen				Geroteerde ladingen			
Functie	1	2	3	4	5	6	7	8
Activa								
Oprichtingskosten	-0.016	-0.140	0.020	-0.406	0.422	0.063	0.045	-0.032
Imm. vaste activa	0.057	-0.259	-0.017	-0.627	0.671	-0.000	0.100	-0.057
Mat. vaste activa	0.948	-0.013	-0.197	0.160	-0.042	-0.957	-0.181	-0.113
Fin. vaste activa	-0.003	0.220	0.476	-0.542	0.485	0.270	-0.511	-0.008
Voorraden	-0.289	-0.496	0.549	0.306	-0.074	0.236	0.067	0.812
Handelsdebiteuren	-0.663	-0.216	-0.511	0.081	-0.156	0.421	0.729	-0.144
Geldbeleggingen	-0.128	0.784	0.275	0.115	-0.358	0.343	-0.627	-0.285
Liquide middelen	-0.238	0.422	-0.512	-0.202	-0.061	0.224	0.151	-0.679
Passiva								
Kapitaal	0.121	-0.148	0.264	-0.733	0.776	0.055	-0.194	0.020
Winstreserve	-0.230	0.646	-0.029	0.688	-0.890	0.225	-0.246	-0.199
LT bankschulden	0.901	-0.228	-0.316	0.176	-0.004	-0.995	0.054	-0.044
Ov. LT schulden	0.135	0.039	0.318	-0.585	0.584	0.070	-0.341	-0.017
Leveranciers	-0.518	-0.533	-0.597	-0.059	0.090	0.220	0.924	-0.048
KT bankschulden	-0.103	-0.670	0.620	0.352	-0.021	0.034	0.066	0.981
Ov. KT schulden	-0.143	0.008	-0.023	-0.174	0.134	0.160	0.046	-0.073

Een relatie tussen de liquiditeiten en het kapitaal wordt niet gevonden. We kunnen ons dan ook de vraag stellen welke activa precies met het kapitaal worden gefinancierd. Een antwoord vinden we in de canonische functie 4 (tabel 5.11). De oprichtingskosten, de immateriële en financiële vaste kosten vertonen een positieve relatie met het kapitaal en de overige langetermijnschulden. De financiering van de immateriële

vaste activa door het kapitaal is logisch aangezien deze activa meestal geen onderpandswaarde hebben en er dus moeilijk bankfinanciering voor kan bekomen worden. Deze resultaten leveren bijkomende ondersteuning op voor de onderpandshypothesen. Verder blijkt het kapitaal gebruikt te worden om investeringen in financiële vaste activa te financieren. In het kader van een matchingstrategie lijkt het aannemelijk dat een langetermijnparticipatie in een andere onderneming gefinancierd wordt met het eigen kapitaal van de onderneming, dat verondersteld wordt het langst in de onderneming aanwezig te zullen zijn.

Tabel 5.12

Teststatistieken voor de canonische functies : uitgebreid model

Roots	Canonische correlaties	Barlett's χ^2	df	p-waarde
1	0.640	1651.087	56	0.000
2	0.464	731.596	42	0.000
3	0.331	308.965	30	0.000
4	0.215	106.811	20	0.000

Ondernemingen die veel interne middelen genereren zullen eventuele overschotten overbrengen naar de geldbeleggingen. Doch we mogen rationeel gezien verwachten dat men pas gaat beleggen nadat de bankkredieten (lange en korte termijn) in de mate van het mogelijke gereduceerd werden zodat een negatieve relatie tussen de geldbeleggingen en de bankkredieten kan verwacht worden. Naast de geldbeleggingen mogen we ook een negatieve relatie verwachten tussen de financiële vaste activa en de bankkredieten. Deloof en Verschueren (1997) vonden immers aanwijzingen dat de financiële vaste activa een alternatief kunnen vormen voor de geldbeleggingen. Tot dit besluit kwamen ze nadat een negatief verband werd vastgesteld tussen enerzijds de financiële vaste activa en de langetermijnschulden en anderzijds de geldbeleggingen en de langetermijnschulden. In de canonische functie 2 (tabel 5.11) vinden we inderdaad dat de liquide middelen en de geldbeleggingen een negatief verband vertonen met de kortetermijnbankkredieten. Voor de langetermijnbankkredieten en de financiële vaste activa wordt in deze canonische functie geen effect gevonden.

Om de robuustheid van de bekomen resultaten na te gaan, werden een aantal testen uitgevoerd die vervolgens zullen besproken worden.

5.4.4 Robuustheidstesten

(a) Kruisvalidatie.

Omdat canonische ladingen onstabiel kunnen zijn van steekproef tot steekproef, werd een kruisvalidatie uitgevoerd door de steekproef in twee te splitsen. Op iedere deelsteekproef werd vervolgens een canonische correlatieanalyse uitgevoerd (Stowe e.a., 1980). Daarna werden de Spearman-rangcorrelatiecoëfficienten berekend tussen de canonische variabelen van de actiefzijde van beide deelsteekproeven. Dit leverde correlatiecoëfficiënten op van 0.98 , 0.74 , 0.86 en 0.95 voor de vier paar canonische variabelen. Deze hoge correlaties wijzen op vrij robuuste resultaten.

(b) Sectorresultaten.

De totale steekproef bevat ondernemingen uit de NACE-sectoren 2, 3 en 4. Om de robuustheid[8] van de resultaten te testen ten opzichte van een sectorindeling werd voor iedere subsector een apart model uitgevoerd (resultaten niet weergegeven). Een eerste analyse van de beschrijvende statistieken leert dat er weinig verschillen zijn tussen de 3 sectoren. Eén van de meest opvallende verschillen is het feit dat er in de metaalverwerkende nijverheid (NACE 3) relatief gezien het minste materiële vaste activa worden gebruikt én relatief het minst wordt gefinancierd met langetermijnbankschulden. Verder blijken de klanten en de leveranciers in deze sector relatief het grootste deel van het balanstotaal in te nemen in vergelijking met de andere sectoren. Het laatste opvallende verschilpunt zijn de relatief grotere voorraden en kortetermijnschulden van de andere verwerkende nijverheden (NACE 4). Deze verschillen in de beschrijvende statistieken bevestigen de eerder gevonden relaties tussen de actief- en passiefzijde van de balans. De canonische correlatieanalyse levert weinig verschillen op in financieringsstrategieën tussen de sectoren. De meest opvallende vaststelling is het feit dat voor de metaalverwerkende nijverheid de klanten en in minder mate de voorraden beide gerelateerd zijn met de leveranciers en de kortetermijnschulden.

(c) Transformaties van de gegevens.

Canonische correlatieanalyse is een multivariate techniek die uitgaat van normaal verdeelde variabelen. De gebruikte gegevens in deze studie zijn financiële ratio's die meestal niet normaal verdeeld blijken te zijn (Buijink, 1992). Omdat we een grote steekproef gebruiken kunnen we de centrale limietstelling

[8] Er zijn geen redenen om aan te nemen dat de financieringsstrategieën significant zouden verschillen tussen sectoren. We verwachten dan ook dat de voorheen gevonden resultaten blijven gelden voor de verschillende subsectoren.

inroepen om aan te nemen dat deze voorwaarde geen problemen oplevert voor de bekomen resultaten. Om bijkomende zekerheid te verwerven over de robuustheid van onze resultaten tegenover de normaliteits-voorwaarde werden zowel een vierkantsworteltransformatie als een logaritmische transformatie[9] uitgevoerd op de ratio's van het basismodel. Hierop werd dan een canonische correlatieanalyse uitgevoerd die de voorheen gevonden relaties bevestigt (resultaten niet weergegeven).

Tabel 5.13

Beschrijvende statistieken voor het analysebestand van 205 kleine industriële ondernemingen.

Variabele	Gemiddelde	Mediaan	St. Afw.
Activa			
Oprichtingskosten	0.001	0.000	0.005
Immateriële vaste activa	0.004	0.000	0.028
Materiële vaste activa	0.321	0.299	0.210
Financiële vaste activa	0.030	0.001	0.096
Voorraden	0.185	0.161	0.145
Handelsdebiteuren	0.355	0.340	0.179
Geldbeleggingen	0.031	0.000	0.078
Liquide middelen	0.064	0.043	0.071
Passiva			
Kapitaal	0.156	0.090	0.158
Winstreserve	0.196	0.170	0.235
Langetermijnbankschulden	0.184	0.151	0.172
Overige langetermijnschulden	0.031	0.001	0.071
Kortetermijnbankschulden	0.053	0.006	0.094
Leveranciers	0.243	0.215	0.152
Overige kortetermijnschulden	0.128	0.093	0.115

[9] De variabelen die de waarde nul hadden werden omgezet in een zeer kleine positieve waarde om te vermijden dat veel cases niet gebruikt zouden worden bij de berekeningen.

Tabel 5.14

Canonische ladingen : uitgebreid model van het analysebestand.

	Niet-geroteerde ladingen			Geroteerde ladingen		
Functie	1	2	3	5	6	7
Activa						
Oprichtingskosten	-0.127	0.363	-0.338	-0.033	-0.033	0.510
Imm. vaste activa	0.153	0.060	-0.041	-0.168	-0.006	0.020
Mat. vaste activa	0.953	-0.057	-0.213	-0.915	-0.271	-0.214
Fin. vaste activa	-0.039	-0.276	0.091	0.130	-0.095	-0.245
Voorraden	-0.194	0.375	0.772	0.183	0.851	-0.129
Handelsdebiteuren	-0.722	0.341	-0.268	0.546	0.051	0.639
Geldbeleggingen	-0.277	-0.659	0.138	0.473	-0.277	-0.479
Liquide middelen	-0.291	-0.499	-0.356	0.370	-0.565	-0.059
Passiva						
Kapitaal	-0.105	0.113	0.170	0.090	0.210	0.013
Winstreserve	-0.257	-0.732	0.140	0.476	-0.321	-0.540
LT bankschulden	0.939	0.169	-0.224	-0.969	-0.140	-0.037
Ov. LT schulden	0.087	-0.114	-0.110	-0.065	-0.162	-0.045
Leveranciers	-0.439	0.593	-0.643	0.152	-0.109	0.961
KT bankschulden	0.005	0.662	0.710	-0.097	0.964	0.056
Ov. KT schulden	-0.204	-0.125	0.143	0.250	0.050	-0.113

(d) Empirische resultaten voor het analysebestand.

De beschrijvende statistieken van de uitgebreide balans van het analysebestand zijn in tabel 5.13 opgenomen. Na verwijdering van de outliers werd een bestand bekomen van 205 kleine ondernemingen. In het algemeen komen de gemiddelde waarden van de balansposten in dit bestand vrij goed overeen met die van het basisbestand. Toch merken we enkele opmerkelijke verschillen op. De materiële vaste activa van de ondernemingen uit het analysebestand maken een groter deel uit van de totale activa nl. 32,1% tegenover 28,4% voor het basisbestand. Dezelfde vaststelling kunnen we maken voor de langetermijnbankschulden. Hun aandeel in de totale passiva is eveneens hoger in het analysebestand nl. 18,4% tegenover 15,1%. Deze vaststelling is logisch aangezien in het voorgaande reeds een positieve relatie werd vastgesteld

tussen de materiële vaste activa en de langetermijnbankschulden. Verder kunnen we vaststellen dat de verhouding van het eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal vrijwel gelijk is doch de opsplitsing tussen kapitaal en de winstreserve is verschillend. De ondernemingen uit het analysebestand hebben gemiddeld een relatief hogere winstreserve en een kleiner kapitaal in vergelijking met de ondernemingen uit het basisbestand.

De canonische correlatieanalyse op dit bestand werd uitgevoerd met behulp van het uitgebreide balansmodel. Drie canonische functies bleken significant te zijn. De resultaten zijn weergegeven in tabellen 5.14 en 5.15. In tabel 5.14 vinden we een positieve relatie tussen de materiële vaste activa en de langetermijnbankschulden (canonische functie 1), tussen de handelsdebiteuren en de leveranciers (canonische functie 1) en tussen de voorraden en de kortetermijnbankschulden (canonische functie 3). Verder blijkt er ook een positief verband te bestaan tussen de winstreserve en de geldbeleggingen (canonische functie 2). Het negatieve verband tussen de kortetermijnbankschulden en de liquide middelen en geldbeleggingen vinden we eveneens in de resultaten voor het analysebestand terug (canonische functie 2). Hierbij kunnen we concluderen dat de belangrijkste resultaten van het basisbestand bevestigd worden.

Tabel 5.15

Teststatistieken voor de canonische functies : uitgebreid model van het analysebestand.

Roots	Canonische correlaties	Barlett's χ^2	df	p-waarde
1	0.727	269.297	56	0.000
2	0.524	121.949	42	0.000
3	0.394	59.004	30	0.001

5.4.5 Besluit.

In deze paragraaf werd empirisch onderzocht welke financieringsstrategieën kleine industriële ondernemingen volgen door de samenhang van de actief- en passiefzijde van de balans te bestuderen met behulp van canonische correlatieanalyse.

Uit de resultaten blijkt dat de financieringsstrategieën in deze ondernemingen sterk beheerst worden door het risicomanagement. Dit blijkt uit het volgen van een matchingstrategie waarbij de termijnstructuur van activa en passiva in overeenstemming wordt gebracht en het tegelijkertijd versterken van de liquiditeiten

en het eigen vermogen. Andere gevonden relaties die de vooropgestelde hypothesen bevestigen zijn een negatieve relatie tussen de liquiditeiten en de kortetermijnbankschulden, een positieve relatie tussen de handelsdebiteuren en de leveranciers, en een positieve relatie tussen de voorraden en de kortetermijnbankschulden. Verder blijkt onderpand een belangrijke rol te spelen bij het verkrijgen van langetermijnbankkredieten bij deze ondernemingen.

Opmerkelijk is dat deze resultaten in grote mate overeenkomen met de bevindingen voor grote ondernemingen van Stowe e.a. (1980). Enkel wat betreft de kortetermijnfinancieringsbronnen vinden we andere relaties. In hun studie vonden Stowe e.a. (1980) een positieve relatie tussen de handelsdebiteuren en de kortetermijnbankschulden en tussen de voorraden en de leveranciers. We kunnen ons dan ook de vraag stellen in welke mate de theoretische onderbouw achter de getoetste hypothesen ook niet van toepassing is voor grote ondernemingen.

In het econometrisch model dat in de volgende paragraaf wordt geschat, worden verschillende van de hier gevonden relaties verder onderzocht.

5.5 De determinanten van de kapitaalstructuur van kleine industriële ondernemingen.

5.5.1 Inleiding.

Empirische studies die de kapitaalstructuur van kleine ondernemingen onderzochten, zijn weinig talrijk. Deze empirische studies kunnen ingedeeld worden in statistische studies en survey-onderzoeken. Eén van de eerste studies die de determinanten van de kapitaalstructuur voor kleine ondernemingen empirisch onderzocht, is de studie van Constand e.a. (1991b). Als afhankelijke variabelen gebruikten zij de totale schuldratio, de langetermijnschuldratio, de kortetermijnschuldratio en enkele gemiddelde ratio's. Van alle determinanten die zij onderzochten kwamen de activastructuur en de winstgevendheid als sterke determinanten naar voor. Verder bleek ook een positief verband te bestaan tussen de grootte en de langetermijnschuldratio. De winstgevendheid bleek negatief gecorreleerd te zijn met de totale schuldratio. Dit resultaat suggereerde dat kleine ondernemingen een pikorde in financieringsvoorkeur volgen. Wat betreft de activastructuur vonden ze dat de vaste activa positief gerelateerd zijn met het gebruik van langetermijnschulden en negatief met het gebruik van kortetermijnschulden. Voor de vlottende activa werd de omgekeerde relatie vastgesteld. Traditionele determinanten voor grote ondernemingen zoals de niet-interestgebonden belastingschilden, belastingen en de variabiliteit van het bedrijfsinkomen hadden geen enkele significante invloed op één van de afhankelijke variabelen.

Alhoewel Constand e.a. een beperkte steekproef van slechts 35 ondernemingen bestudeerden met vrij

eenvoudige econometrische technieken, konden toch een aantal belangrijke conclusies afgeleid worden die in latere studies bevestiging vonden. Het feit dat slechts drie determinanten significant werden bevonden, deed de auteurs besluiten dat "*many of the theories associated with large firm capital structure theory are not applicable to small firms*" en verder "*theories of capital structure that consider the special financing problems faced by small firms must be developed*" (Constand, Osteryoung en Nast, 1991b, blz. 41).

Tot vergelijkbare conclusies kwamen de studies van Van der Wijst en Thurik (1993) en Chittenden, Hall en Hutchinson (1996). Van der Wijst en Thurik onderzochten de gemiddelde financiële gegevens van 27 winkeltypes over een periode van 20 jaar. Deze database gaf hun de mogelijkheid om rekening te houden met specifieke tijds- en sectorgebonden variabelen die niet in de analyse werden opgenomen. Voor de activastructuur en de rentabiliteit werden dezelfde effecten gevonden als bij Constand e.a. (1991b). De maatstaf voor de grootte bleek in hun studie echter geen significante resultaten op te leveren.

Chittenden e.a. (1996) onderzochten, naast de determinanten van de vorige studies, ook de ouderdom van de onderneming en de toegang tot de beurs. Hun database bestond uit 3480 kleine ondernemingen, zowel beursgenoteerde als private ondernemingen. Deze database maakte het mogelijk om het interactie-effect van het al of niet beursgenoteerd zijn met de belangrijkste andere variabelen te onderzoeken. Hieruit bleek dat er grote verschillen bestaan tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde kleine ondernemingen. Wanneer een onderneming publiek wordt, neemt de bereikbaarheid van langetermijnschulden toe, wordt onderpand minder belangrijk en wordt de liquiditeitspositie van de onderneming niet langer bepaald door de ouderdom en de winstgevendheid. Voor de niet-beursgenoteerde ondernemingen blijken weer de rentabiliteit (pikordetheorie) en activastructuur (matching) de belangrijkste determinanten van de kapitaalstructuur te zijn.

In aanvulling op deze theoretische determinanten onderzochten Van der Wijst (1989) en Sherr, Sugrue en Ward (1993) een aantal ondernemerskenmerken zoals ervaring, opleiding en leeftijd van de ondernemer. De leeftijd van de ondernemer blijkt in beide studies negatief gecorreleerd te zijn met het gebruik van schulden. Van der Wijst (1989) haalt als mogelijke verklaring voor deze negatieve relatie aan, dat een ondernemer vanaf een zekere leeftijd niet meer geïnteresseerd is in verdere investeringen en daardoor in mindere mate een beroep zal doen op schuldfinanciering. Sherr e.a. (1993) voegen hier nog enkele andere mogelijke verklaringen aan toe : kredietverleners zouden nogal terughoudend zijn om geld te lenen aan oudere ondernemers en oudere ondernemers kunnen een groter kapitaal opgebouwd hebben zodat ze schuldfinanciering kunnen vervangen door interne middelen. Voor de variabelen ervaring en opleiding werden geen significante effecten gevonden.

Andere empirische studies bestudeerden de kapitaalstructuurbeslissingen met kwalitatieve onderzoekstechnieken. Norton (1990, 1991a, 1991b) gebruikte een survey om de kapitaalstructuurbeslissing in groeiende kleine publieke ondernemingen te onderzoeken. Hij vond weinig empirische ondersteuning voor de faillissementskostentheorie en de agentschapskostentheorie. De pikordetheorie werd wel volledig ondersteund door zijn resultaten.

Wanneer we de resultaten van deze empirische studies samenleggen, komen we tot de conclusie dat de bevindingen van het casestudy-onderzoek volop ondersteund worden. Alhoewel deze studies vertrekken van de kapitaalstructuurtheorie voor grote ondernemingen suggereren de resultaten dat de kapitaalstructuur in kleine ondernemingen tot stand komt door het volgen van een matchingstrategie (de determinant activastructuur) en een pikorde in financieringsvoorkeur (de determinant winstgevendheid).

Enkele studies onderzochten de determinanten van handelskrediet voor kleine ondernemingen. Walker (1985) bestudeerde de factoren die een invloed hebben op het aanbod van handelskrediet met behulp van een survey. De onderzochte factoren werden ingedeeld in operationele, structurele en financiële factoren. Bij de operationele factoren kwamen de tijd dat de kredietaanvrager bestaat, de grootte van de kredietaanvrager en de relatie tussen de aanvrager en de bank als belangrijkste determinerende factoren naar voor. Bij de structurele factoren bleek enkel de sector van de aanvrager van enig belang te zijn. Bij de categorie van de financiële factoren ten slotte bleek dat regelmatig gebruik wordt gemaakt van business ratings, eigen financiële analyses en kredietreferenties om te bepalen of men handelskrediet toestaat.

De vraag naar handelskrediet werd onderzocht door Chant en Walker (1988) met behulp van een econometrisch model. Voor 4 van de 6 onderzochte sectoren vonden ze dat leverancierskrediet en bankkrediet complementen zijn. Verder bleek de vraag naar handelskrediet niet beïnvloed te worden door de grootte van de onderneming. Uit de resultaten leidden Chant en Walker af dat aan de vraag naar handelskrediet voor de onderzochte sectoren wordt voldaan. Alle bekomen resultaten bleken bovendien stabiel te zijn in de tijd.

Petersen en Rajan (1997) onderzochten zowel de determinanten van de handelsdebiteuren, het aanbod van handelskrediet als de determinanten van leverancierskrediet. Wat betreft de determinanten van de handelsdebiteuren vonden ze dat de kost en de bereikbaarheid van financieringsmogelijkheden van de leverancier een grote rol spelen bij het verlenen van krediet. Daarnaast komen Petersen en Rajan tot de verrassende vaststelling dat ondernemingen met een negatief resultaat én een negatieve omzetgroei meer handelskrediet geven. Hiervoor geven Petersen en Rajan twee mogelijke verklaringen in het geval dit op vrijwilli-

Tabel 5. 16

Samenvattende tabel van de resultaten van vroeger onderzoek.

Determinant		Winstgevend-heid	Groei	Activastructuur : vaste activa	Activastructuur : vl. activa	Grootte	Risico	Ervaring	Opleiding
Constand c.a. (1991)	VV	-		+	+	N.S.	N.S.		
	VVKT	N.S.		N.S.	+	N.S.	N.S.		
	VVLT	N.S.		+	+	+	N.S.		
Vander Wijst en Thurik (1993)									
	VVKT	-		-	+	N.S.			
	VVLT	-		+	-	N.S.			
Chittenden, e.a. (1996)	VV	-	N.S.	-		N.S.			
	VVKT	-	N.S.	-		-			
	VVLT	N.S.	N.S.	+		+			
Michaelas, e.a. (1999)	VV	-	+	+	+[c]	+	+		
	VVKT	-	+	+	+	+	+		
	VVLT	-	+	+	+	+	+		
Sherr, e.a. (1993)	VV	+[a]				N.S.		N.S.	N.S
Vander Wijst (1989)[b]	VVKT	+/-	-	-	+	+			
	VVLT	N.S./-	-	+	-	+			

Determinant		Aanbod leverancierskrediet	Activastructuur : vl. activa	Winstgevendheid	Beschikbare kredietlijnen
Petersen en Rajan (1997)					
	LEV	+	+	-	-

[a] verwachte winstgevendheid. [b] gebaseerd op de gemiddelde waarden.[c] voorraden. +, -, N.S. : respectievelijk positief significant , negatief significant en niet-significant.

ge basis gebeurt : ofwel tracht een dergelijke onderneming aan "*window dressing*" te doen, ofwel wil ze een signaal uitzenden van financiële sterkte. Wanneer dit niet op vrijwillige basis gebeurt, kan dit wijzen op een kost verbonden met financiële moeilijkheden.

Hoeveel handelskrediet een onderneming aangeboden krijgt blijkt voornamelijk af te hangen van haar kredietwaardigheid. Leveranciers blijken andere criteria te gebruiken dan de banken bij de kredietbeslissing. Zo zullen groeiende ondernemingen met liquiditeitsbeperkingen meer leverancierskrediet aangeboden krijgen. Verder blijkt ook onderpand een rol te spelen in die zin dat de leveranciers de mogelijkheid moeten hebben om de geleverde goederen snel te kunnen terughalen en te verkopen wanneer de onderneming failliet gaat.

De vraag naar leverancierskrediet wordt bepaald door het aanbod van leverancierskrediet, de investeringsopportuniteiten van de onderneming, de maturiteit van de activa en de andere financieringsmogelijkheden buiten leverancierskrediet. Wat betreft dit laatste punt vinden Petersen en Rajan dat leverancierskrediet lager in de pikorde voorkomt dan autofinanciering en bankkredieten.

In tabel 5.16 is een samenvattend overzicht opgenomen van de resultaten van dit vroeger onderzoek.

Een opvallende vaststelling bij de analyse van deze vroegere studies is het feit dat ze bijna allemaal determinanten onderzoeken die afgeleid werden uit de bestaande kapitaalstructuurtheorieën. In deze empirische studie worden de determinanten onderzocht die via het casestudy-onderzoek van hoofdstuk 3 werden afgeleid. Deze benadering heeft een aantal belangrijke implicaties voor het opstellen van het empirische model en de keuze van de econometrische schattingstechniek. Vooreerst wordt de kapitaalstructuur breder bekeken dan de traditionele ruwe indeling in eigen en vreemd vermogen, waarbij deze laatste categorie vaak wordt opgesplitst in vreemd vermogen op lange en op korte termijn. Bovendien worden een aantal 'nieuwe' determinanten in het model opgenomen en getest. Daarnaast wordt bij het schatten rekening gehouden met de verschillende simultaniteiten die er kunnen optreden tussen enerzijds de determinanten en de afhankelijke variabelen en anderzijds tussen de afhankelijke variabelen onderling.

5.5.2. Onderzoeksmethode.

5.5.2.1 Opbouw van het econometrisch model.

De afhankelijke variabelen van het model, bekeken vanuit een vraagstandpunt, zijn de vier bestudeerde componenten van de kapitaalstructuur, nl. eigen vermogen, langetermijnbankschulden, kortetermijnbank-

schulden en leverancierskrediet. Vanuit een aanbodstandpunt kan hier nog één afhankelijke variabele aan worden toegevoegd namelijk de totale bankschulden. We verkrijgen aldus een structureel model dat bestaat uit 5 structurele vergelijkingen. De theoretische onderbouw voor dit model vinden we terug in de midrange theorie die ontwikkeld werd in het casestudy-onderzoek van hoofdstuk 3. De hypothesen die uit deze midrange theorie werden afgeleid, werden in hoofdstuk 4 vertaald in concrete variabelen, waarbij telkens werd aangegeven op welke afhankelijke variabele de betreffende verklarende variabele een invloed heeft. Omdat de variabele voor de winstgevendheid (CF) zowel in de vraag- als aanbodfuncties voorkomt, waarbij we voor de vraagfuncties een negatief en voor de aanbodfuncties een positief teken verwachten, werd in het model een vraag-aanbodsituatie gecreëerd door een evenwichtsvoorwaarde (vergelijking 6 in het structureel model) op te leggen Hierdoor wordt de variabele winstgevendheid als een endogene variabele beschouwd (zie ook paragraaf 5.5.2.2.) in het model naast de vijf afhankelijke variabelen. Het volledige structurele model kan dan als volgt geschreven worden :

(1) $SOLV_i = \alpha_0 + \alpha_1 GROEI_i + \alpha_2 CONTROLE_i + \alpha_3 RISK_i + \alpha_4 GROOTTE_i + u_{1i}$

(2) $LEV_i = \beta_0 + \beta_1 CF_i + \beta_2 GROEI_i + \beta_3 CAPACITE_i + \beta_4 (KENNIS_i * KORTING_i) + \beta_5 ((1\text{-}KENNIS_i) * KORTING_i) + \beta_6 LEVAANB_i + \beta_7 GROOTTE_i + \beta_8 GROEP_i + \beta_9 KLANTEN_i + \beta_{10} VOORRAAD + \beta_{11} MACHT_i + u_{2i}$

(3) $VVKT_i = \gamma_0 + \gamma_1 CF_i + \gamma_2 GROEI_i + \gamma_3 KLANTEN_i + \gamma_4 VOORRAAD_i + \gamma_5 GROOTTE_i + \gamma_6 RISK_i + u_{3i}$

(4) $VVLT_i = \delta_0 + \delta_1 CF_i + \delta_2 MVA1_i + \delta_3 MVA2_i + \delta_4 GROOTTE_i + \delta_5 RISK_i + \delta_6 GROEI_i + u_{4i}$

(5) $VV_i = \zeta_0 + \zeta_1 ERVARING_i + \zeta_2 ACCOUNT_i + \zeta_3 RELATIE_i + \zeta_4 CONCENTR_i + \zeta_5 BANK1_i + \zeta_6 BANK>3_i + \zeta_7 BANKSHP2_i + \zeta_8 EV_i + \zeta_9 GROEP_i + \zeta_{10} CF_i + \zeta_{11} OPLEID2_i + \zeta_{12} OPLEID3_i + \zeta_{13} OPLEID4_i + \zeta_{14} OPLEID5_i + u_{5i}$

(6) $VV_i = VVKT_i + VVLT_i$ (Evenwichtsvoorwaarde)

In tabel 5.17 zijn de variabelen van het structureel model, hun definiëring en het verwachte teken opgenomen. Voor de controlevariabelen wordt geen verwacht teken vooropgesteld. Voor de variabele (1-

	Variabele	Definiëring	Verwachte teken		Variabele	Definiëring	Verwachte teken
LV	GROEI	Groei balanstotaal over twee jaar	H1a: -	VVLT	CF	Proxy voor de winstgevendheid	H20: -
	CONTROLE	0: fin. auton. 1: geen fin. auton.	H2: +		MVA1	Terreinen, gebouwen en leasing	H7: +
	RISK	Risicomaatstaf	H5: +		MVA2	Instal., machines en uitrusting	H8: +
	GROOTTE	ln(totaal actief)	controlevar.		GROOTTE	ln(totaal actief)	controlevar.
V	CF	Proxy voor de winstgevendheid	H20: -		RISK	Risicomaatstaf	H5: -
	GROEI	Groei balanstotaal over twee jaar	H1b: +		GROEI	Groei balanstotaal over twee jaar	H1: ?
	CAPACITE	Ongebruikte kredietlijnen	H17: -	VV	ERVARING	Jaren managementervaring	H13b: +
	KENNIS	0: geen kennis kostpr. LEV 1: wel			ACCOUNT	0: geen 1: wel accountant	H4: +
	KORTING	% aankopen met korting voor contant			RELATIE	Aantal jaren relatie met de bank	H12: +
	LEVAANB	Aanbod van leverancierskrediet	H14: +		CONCENTR	Aantal banken met waarborgen	H12: -
	GROOTTE	ln(totaal actief)	controlevar.		BANK1	Klant bij 1 bankier	H12: -
	GROEP	0: niet 1: wel behoren tot een groep	controlevar.		BANK>3	Klant bij meer dan 3 bankiers	H12: -
	KLANTEN	Handelsdebiteuren	H18: +		BANKSHP2	Aantal banken waarbij men shopt	H12: +
	VOORRAAD	Voorraad	H18-19:?		EV	Gecorrigeerd eigen vermogen	H10: +
	MACHT	Machtspositie t.o.v. leveranciers	H15: +		GROEP	0: niet 1: wel behoren tot een groep	controlevar.
'KT	CF	Proxy voor de winstgevendheid	H20: -		CF	Proxy voor de winstgevendheid	H11: +
	GROEI	Groei balanstotaal over twee jaar	H1c: +		OPLEID2, 3, 4, 5	Opleidingsniveau	H13a: +
	KLANTEN	Handelsdebiteuren	H18-19: ?				
	VOORRAAD	Voorraad	H18-19: +				
	GROOTTE	ln(totaal actief)	controlevar.				
	RISK	Risicomaatstaf	H5: -				

KENNIS)xKORTING wordt geen significant effect verwacht volgens onze midrange theorie omwille van de begrensde rationaliteit. Omdat vanuit een rationeel standpunt wel een negatief significant effect kan verwacht worden, wordt deze variabele toch in het model behouden. Op basis van het resultaat voor deze variabele kan dan getest worden of onze begrensde rationaliteitsstelling bevestigd wordt door het econometrisch model.

5.5.2.2 Schattingsmethode.

Wanneer OLS (Ordinairy Least Squares) zou gebruikt worden om de structurele vergelijkingen te schatten krijgen we vertekende en inconsistente schatters. Eén van de basisveronderstellingen om OLS te mogen toepassen is dat de verklarende variabelen onafhankelijk verdeeld zijn van de storingsterm in de regressie (Kennedy, 1995). Omdat aan deze voorwaarde voor de maatstaf voor de winstgevendheid[10], nl. CF, niet voldaan is, wordt voor het schatten van de structurele vergelijkingen van het model gebruik gemaakt van 3SLS (Three-Stages Least Squares), een schattingstechniek die behoort tot de instrumentele variabele schattingstechnieken. De 3SLS schattingstechniek levert voor het structurele model in tegenstelling tot OLS wel consistente schatters op. Bovendien is 3SLS een systeemschattingstechniek die alle structurele vergelijkingen tegelijkertijd schat. Doordat alle beschikbare informatie van het hele systeem in de schatters is opgenomen, worden schatters bekomen die een grotere asymptotische efficiëntie opleveren dan bij de beperkte informatiemethodes zoals 2SLS, een techniek die iedere structurele vergelijking apart schat (Johnston, 1991).

Om na te gaan of de 3SLS schatters in de context van dit onderzoek een grotere asymptotische efficiëntie opleveren dan de 2SLS schatters, werd de correlatiematrix van de storingstermen geanalyseerd (tabel 5.18), die berekend werd met behulp van OLS voor iedere individuele structurele vergelijking.

Wanneer er geen correlaties tussen de storingstermen van de vergelijkingen bestaan zou de matrix in tabel 5.18 eruit zien als een identiteitsmatrix zodat het gebruik van 3SLS geen grotere asymptotische efficiëntie oplevert. Het gebruik van 2SLS is in dat geval aangewezen.[11] Uit tabel 5.18 blijkt dat er wel degelijk correlaties bestaan tussen de storingstermen van de structurele vergelijking wat een verantwoording betekent voor het gebruik van 3SLS (Jalilvand en Harris, 1984). Uit de correlaties kunnen ook enkele

---

[10] Dit werd nagegaan met behulp van de Hausman specificatietest.

[11] Een noodzakelijke voorwaarde voor de grotere efficiëntie van 3SLS over 2SLS is de correcte specificatie van het model (Johnston, 1991). Een specificatiefout in één van de individuele structurele vergelijkingen van het systeem heeft immers bij een "full information" techniek zoals 3SLS een effect op de schatting van alle structurele parameters. Om na te gaan of dit mogelijk een probleem is in het structureel model van deze studie werden de grootte en het teken van de 2SLS en 3SLS schatters met elkaar vergeleken. Omdat deze in het algemeen vrij dicht bij elkaar liggen mogen we aannemen dat problemen met mispecificatiefouten niet groot zijn in deze studie (Jalilvand en Harris, 1984).

conclusies geformuleerd worden. De meest opvallende vaststelling is de negatieve correlatie tussen het eigen vermogen en de 3 andere financieringsbronnen. Deze resultaten suggereren dat de bankschulden en het leverancierskrediet substituten zijn voor het eigen vermogen.

Tabel 5.18

Correlatiematrix van de storingstermen van de individuele structurele vergelijkingen[a].

	SOLV	LEV	VVKT	VVLT	VV
SOLV	1				
LEV	-0.435**	1			
VVKT	-0.356**	0.072	1		
VVLT	-0.426**	-0.059	0.083	1	
VV	-0.045	-0.263**	0.232**	0.565**	1

[a] De storingstermen werden berekend met behulp van OLS voor iedere structurele vergelijking.

** Correlatie significant bij een significantieniveau van 1%.

De aanwezigheid van heteroscedasticiteit werd opgespoord met behulp van de White-test (White, 1980). Deze test gaat na of de variantie van de storingsterm beïnvloed wordt door de regressors, hun kwadraten of hun kruisproducten. De teststatistiek is asymptotisch χ^2 verdeeld met het aantal vrijheidsgraden gelijk aan het aantal regressors (exclusief de constante). De resultaten van deze test zijn in tabel 5.19 opgenomen.

Tabel 5.19

Resultaten van de White-test voor heteroscedasticiteit.

Structurele vergelijking	White-teststatistiek	p-waarde
SOLV95	22.2903	0.051
LEV95	88.0885	0.162
VVKT95	49.5339	0.005
VVLT95	43.3593	0.024
VV95	127.252	0.060

Verschillende structurele vergelijkingen vertonen problemen met heteroscedasticiteit. Deze problemen werden opgevangen door de covariantiematrix van de geschatte parameters te berekenen volgens de heteroscedasticiteitsconsistente covariantiematrixschatter van White (1980). Deze methode is aangewezen wanneer OLS-schatters gebruikt worden in een situatie waarin heteroscedasticiteit verwacht wordt

maar geen precieze transformatie van de gegevens kan uitgevoerd worden omdat de structuur van de heteroscedasticiteit onbekend is (Fomby, Hill en Johnson, 1988). Deze methode, die oorspronkelijk ontworpen werd voor OLS schatters kan ook gemakkelijk toegepast worden op instrumentele variabele schatters zoals bijvoorbeeld 3SLS (White, 1980, blz. 821).

Als maatstaf voor de verklarende kracht van het model wordt de klassieke R^2 berekend. Doch deze maatstaf moet met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden wanneer hij gebruikt wordt om de verklarende kracht van systeemvergelijkingen weer te geven. Berndt (1991, blz. 468) geeft aan dat het mogelijk is dat de R^2 van bepaalde structurele vergelijkingen negatief is omdat binnen iedere vergelijking de som van de residuen niet altijd gelijk is aan nul. De R^2 wordt in deze studie dan ook enkel beschouwd als een 'indicatie' voor de verklarende kracht van de regressievergelijkingen. Om een beter inzicht te krijgen over hoe goed deze maatstaf is, werd voor iedere structurele vergelijking de R^2 vergeleken met de R^2 die bekomen werd via OLS[12]. Omdat deze waarden vrij dicht bij elkaar liggen, mogen we aannemen dat de gerapporteerde R^2 een goede indicatie is voor de verklarende kracht van het model.

Het analysebestand van 208 ondernemingen werd voor het schatten van het structureel model herleid tot 176 cases. Alhoewel de vragenlijsten vrij behoorlijk werden ingevuld, moesten toch een aantal ondernemingen verwijderd worden omdat enkele vragen niet waren ingevuld of onrealistische antwoorden opleverden. Verder werden de ondernemingen verwijderd die geen drie opeenvolgende jaarrekeningen publiceerden (voor de jaren 1995, 1994, 1993) omdat voor deze ondernemingen enkele variabelen zoals GROEI of RISK niet konden berekend worden. Verder werd een controle uitgevoerd op outliers[13]. Zeer extreme, beïnvloedende observaties werden geanalyseerd en uit het bestand verwijderd wanneer hieruit geen belangrijke informatie kon gehaald worden. Zo werden bijvoorbeeld de zeer sterke groeiers toch behouden omdat ze bijkomende informatie opleverden over groei als determinant van de kapitaalstructuur.

5.5.3 Empirische resultaten.

In tabel 5.20 zijn de beschrijvende statistieken van de variabelen in het model opgenomen. Wanneer we de vier geselecteerde passiefposten analyseren merken we dat ze 81,8% van de totale passiva uitmaken waarmee het belang van deze financieringsbronnen voor kleine ondernemingen aangetoond wordt. De gemiddelde groei van de ondernemingen in het bestand bedraagt 13% terwijl de mediaan slechts 5% is.

---

[12] De OLS-schattingen van de individuele vergelijkingen van het structureel model zijn opgenomen in bijlage B.5.1

[13] De afkapwaarden die gehanteerd werden voor de verwijdering van de outliers zijn 0.85 voor de materiële vaste activa en de handelsdebiteuren, 0.25 voor de kortetermijnbankschulden en 2 000 000 voor de risicomaatstaf.

Dit betekent dat de meeste ondernemingen in het bestand slechts een beperkte groei kennen terwijl een beperkte groep van ondernemingen gekenmerkt wordt door een vrij sterke groei.

Tabel 5.20

Beschrijvende statistieken voor de steekproef van 176 kleine industriële ondernemingen.

Variabele	Gemiddelde	Mediaan	Standaard afwijking
SOLV	0.381	0.369	0.212
LEV	0.237	0.211	0.150
VVLT	0.174	0.140	0.169
VVKT	0.038	0.003	0.061
GROEI	0.130	0.050	0.397
RISK	307 491	206 603	323 292
GROOTTE	11.09	11.09	0.619
CF	0.105	0.100	0.073
CAPACITE	0.117	0.023	0.262
KORTING	41.470	35.00	34.08
KLANTEN	0.352	0.338	0.170
LEVAANB	93.31	88.42	62.91
VOORRAAD	0.185	0.161	0.142
MVA1	0.163	0.116	0.164
MVA2	0.147	0.105	0.124
BANKSHP1	2.472	2.000	0.968
BANKSHP2	1.926	2.000	0.962
EV	0.381	0.390	0.240
MACHT	55.41	70.00	33.66
ERVARING	20.72	20.00	9.66
CONCENTR	1.20	1.000	0.805
RELATIE	20.31	20.00	13.248

De regressieresultaten van de parameters van het structureel model zijn in tabel 5.21 opgenomen. Een indicatie voor de verklarende waarde van de individuele structurele vergelijkingen wordt gegeven door de R^2. Zoals voorheen al werd vermeld, moet deze maatstaf bij 3SLS met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden.

De bekomen R^2-waarden bedragen respectievelijk 6% voor SOLV, 33,9% voor LEV, 17% voor VVKT, 34,9% voor VVLT en 41,9% voor VV, en blijken in het algemeen iets hoger te liggen dan die van vergelijkbare studies met uitzondering van de structurele vergelijking van het leverancierskrediet die zelfs aanzienlijk hoger blijkt te liggen dan de R^2 van een vergelijkbare studie door Petersen en Rajan (1997).

Het vervolg van deze paragraaf bevat de bespreking van de resultaten aan de hand van de vooropgestelde determinanten.

(a) Groei.

In het structureel model werd de invloed van de historische groei op de vier componenten van de kapitaalstructuur (SOLV, LEV, VVKT, VVLT) onderzocht. Uit de resultaten blijkt dat de historische groei een significante invloed heeft op de solvabiliteit, het leverancierskrediet en langetermijnbankschulden. Uit vergelijking (1) van tabel 5.21 kunnen we afleiden dat er een negatief significante relatie bestaat tussen de solvabiliteit en de historische groei. Bij ondernemingen die sneller groeien volstaat de autofinanciering meestal niet om de groei te financieren zodat er een beroep moet gedaan worden op andere financieringsbronnen. Dit resultaat ondersteunt hypothese 1a. De andere financieringsbronnen waarop men een beroep doet, vinden we in de vergelijkingen (2), (3) en (4). Uit vergelijking (2) blijkt dat er een sterke positief significante relatie bestaat tussen de historische groei en het leverancierskrediet. Dit resultaat geeft aan dat bijkomende financieringsbehoeften blijkbaar gedeeltelijk gefinancierd worden met leverancierskrediet, wat ondersteuning biedt aan hypothese 1b. Voor de bankschulden vinden we net het omgekeerde van wat we verwacht hadden op basis van het casestudy-onderzoek (hypothese 1c) : de historische groei en de langetermijnbankschulden vertonen een positief verband terwijl er geen verband gevonden wordt met de kortetermijnbankschulden. Een mogelijke verklaring moeten we wellicht zoeken in een pikorde van financieringsvoorkeuren. De bijkomende financieringsbehoeften die ontstaan ten gevolge van de groei zal men eerst trachten op te vangen met langetermijnkredieten om pas in laatste instantie een beroep te doen op kortetermijnkredieten.

Om de relatie tussen groei en de componenten van de kapitaalstructuur verder te analyseren werd de mogelijkheid vooropgesteld van een niet-lineair verband. In het bestand komen zowel sterke groeiers, zwakke groeiers als negatieve groeiers voor. We mogen verwachten dat het vooral de sterke groeiers zijn waarbij de autofinanciering niet volstaat om de groei te financieren. Om dit te onderzoeken werden drie bijkomende modellen geschat waarbij de groeivariabele werd opgesplitst tussen sterke groeiers en zwakke tot negatieve groeiers. Om de opsplitsing te kunnen maken tussen beide groepen werd als afkappunt voor de interactieve dummy respectievelijk het gemiddelde van de groeivariabele gekozen (13% groei over de periode van twee jaar), het 75%-percentiel (groei=20%) en het 90%-percentiel (groei=51%). De samen-

Tabel 5.21

Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 3SLS schatters

Vergelijking (1) Afhankelijke var. = SOLV			Vergelijking (2) Afhankelijke var. = LEV			Vergelijking (3) Afhankelijke var. = VVKT			Vergelijking (4) Afhankelijke var. = VVLT			Vergelijking (5) Afhankelijke var. = VV		
Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde
constante	-8.567	-0.26	constante	23.73	1.52	constante	3.302	0.38	constante	11.03	0.65	constante	25.97	4.10***
groei	-11.58	-3.87***	cf	-0.003	-1.10	cf	-0.004	-2.69***	cf	-0.008	-2.77***	ervaring	-0.075	-0.74
controle	-2.030	-0.76	groei	8.755	4.10***	groei	-0.269	-0.30	mva1	0.423	6.47***	account	2.522	0.91
risk	-0.000	-1.70*	capacite	0.017	0.46	klanten	0.004	0.14	mva2	0.599	6.05***	relatie	0.060	0.71
grootte	4.711	1.54	ken*kor	-0.061	-2.18**	voorraad	0.080	2.46***	grootte	0.028	0.02	concentr	3.233	2.65***
			1-ken*kor	-0.035	-1.28	grootte	0.205	0.25	risk	-0.000	-2.66**	'1 bankier'	-3.447	-1.07
			levaanb	0.001	2.93***	risk	0.000	0.91	groei	5.814	2.36**	'>3 bankiers'	-5.769	-2.19**
			grootte	-1.182	-0.81							bankshp2	1.468	1.50
			groep	-0.002	-0.09							ev	-0.421	-8.05***
			klanten	0.229	3.61***							groep	-8.687	-3.35***
			voorraad	0.047	0.60							cf	0.010	3.27***
			macht	0.049	2.18**							opleid2	-3.012	-1.20
												opleid3	-1.818	-0.56
												opleid4	-3.040	-1.14
n=176												opleid5	-5.216	-2.04**

***, **, * significant bij een significantieniveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%.

vattende resultaten voor deze drie modellen zijn in tabel 5.22 opgenomen.

Voor het eerste extra model vinden we voor de groep van de zwakke groeiers tot de negatieve groeiers ('niet-groeiers') geen enkele significante invloed van de groeivariabele op de verschillende componenten van de kapitaalstructuur. Voor de groep van de groeiers vinden we wel significante resultaten. De negatieve relatie tussen groei en solvabiliteit en de positieve relatie tussen groei en leverancierskrediet worden in dit model bevestigd. Wanneer we de opsplitsing tussen 'groeiers' en 'niet-groeiers' maken op basis van het 75%-percentiel, merken we dat ook de langetermijnbankschulden een positief significant verband vertonen met de groei. Dezelfde resultaten vinden we bij een opsplitsing op basis van het 90%-percentiel. Voor de kortetermijnbankschulden wordt in geen enkel model een significant effect gevonden. Deze bevindingen bevestigen de resultaten van Chittenden e.a. (1996) die eveneens een significant verband vonden voor de langetermijnschulden doch geen verband voor de kortetermijnschulden.

De schattingsresultaten van deze modellen suggereren indirect dat groeiende kleine ondernemingen een pikorde in financieringsvoorkeur volgen waarbij de voorkeur uitgaat naar autofinanciering. Sneller groeiende ondernemingen doen in mindere mate een beroep op autofinanciering en zullen om de groei te financieren eerst een beroep doen op leverancierskrediet en vervolgens op langetermijnbankkredieten. Het aandeel van de kortetermijnbankkredieten wordt blijkbaar niet beïnvloed door de groei van de onderneming. Dit bevestigt de resultaten van Durinck, Laveren en Lybaert (1997). Zij vonden voor een steekproef van groeiende industriële ondernemingen met een groeivoet boven de "sustainable growth" dat, zoveel te sneller de groei, zoveel te minder de ondernemingen gebruik maken van autofinanciering als hun belangrijkste financieringsbron en zoveel te meer ze een beroep doen op externe financieringsbronnen. Dit ligt grotendeels in de lijn van hypothese 20.

Tabel 5.22

Samenvattende analyse van de determinant 'groei'.

	groei≥13% (gemiddelde)		groei≥20% (75%-percentiel)		groei≥51% (90%-percentiel)	
	groeiers	niet-groeiers	groeiers	niet-groeiers	groeiers	niet-groeiers
SOLV	-	N.S.	-	N.S.	-	N.S.
LEV	+	N.S.	+	N.S.	+	N.S.
VVLT	N.S.	N.S.	+	N.S.	+	N.S.
VVKT	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.
	n=59	n=117	n=45	n=131	n=17	n=159

(b) Motivaties, opvattingen en verwachtingen van de ondernemer.

Binnen deze categorie van determinanten werden de controledoelstelling (hypothese 2) en de kennis van de werkelijke kostprijs van het leverancierskrediet (hypothese 16) onderzocht.

Om na te gaan of het nastreven van de controledoelstelling een interne financieringsbeperking creëert, werd de dummy-variabele 'controle' opgenomen in de structurele vergelijking van de solvabiliteit. Uit de schattingsresultaten blijkt dat de parameter voor deze variabele niet significant is. Het nastreven van financiële autonomie blijkt, ceteris paribus niet tot een lagere solvabiliteit te leiden. Deze bevindingen ondersteunen dus hypothese 2 niet.

Begrensde rationaliteit kan een belangrijke rol spelen bij de keuze van de kapitaalstructuur. Zo kan bijvoorbeeld verwacht worden, binnen het kader van de pikordetheorie dat een ondernemer zich bij de keuze van financieringsbronnen laat leiden door de waargenomen kostprijs van die verschillende financieringsbronnen. De aangewezen financieringsbron om dit te testen is het leverancierskrediet omdat deze financieringsbron een dubbele plaats zou kunnen innemen in de pikorde, afhankelijk van de mogelijkheden van de ondernemer om de werkelijke kostprijs juist te kunnen inschatten.

Om deze hypothese te kunnen testen wordt het percentage van de aankopen waarvoor men korting voor contante betaling krijgt, opgenomen in structurele vergelijking (2) van het leverancierskrediet (tabel 5.21). We kunnen rationeel verwachten dat zoveel te hoger dit percentage, zoveel te lager de hoeveelheid leverancierskrediet zal zijn want geen gebruik maken van de korting kan zeer duur zijn, zodat we zelfs mogen verwachten dat men gaat lenen om de leveranciers te betalen. Doch deze redenering gaat enkel op indien de ondernemer de werkelijke kostprijs van leverancierskrediet kan inschatten. Indien hij dat niet kan, dan wordt leverancierskrediet gemiddeld genomen als goedkoop beschouwd zodat er in dat geval geen relatie tussen het percentage korting voor contante betaling en de hoeveelheid leverancierskrediet verwacht wordt. Door de interactieve dummy KENNIS (55 ondernemers blijken de werkelijke kostprijs te kunnen inschatten en krijgen de waarde 1) te vermenigvuldigen met de variabele KORTING kunnen we deze hypothese testen. Voor de ondernemingen waarvan de ondernemer de impliciete kostprijs van leverancierskrediet wel kan inschatten, vinden we een sterk negatief verband. Voor de ondernemingen waarvan de ondernemer de kostprijs niet kan inschatten, vinden we wel een negatief verband doch het gevonden verband is niet significant. Deze resultaten ondersteunen duidelijk hypothese 16 en suggereren dat leverancierskrediet mogelijk een dubbele plaats inneemt in de vooropgestelde pikorde (hypothese 20). Een verdere analyse van deze hypothese komt in het volgende punt bij de determinant winstgevendheid aan bod.

(c) Winstgevendheid.

De winstgevendheid van een onderneming kan een determinant zijn van de kapitaalstructuur vanuit twee opzichten. Ten eerste kan een negatieve relatie verwacht worden tussen de winstgevendheid en de drie opgenomen financieringsbronnen van het vreemd vermogen. Volgens de pikorde in financieringsvoorkeur zal een onderneming die een grotere winstgevendheid bezit, meer beroep doen op autofinanciering en minder op vreemd vermogen. Dit effect komt tot uiting aan de vraagzijde van de diverse financieringsvormen.

Ten tweede kan een positieve relatie verwacht worden vanuit een 'signaleringsstandpunt'. Een belangrijk aandachtspunt in de analyse van een kredietdossier door de bank is de terugbetalingscapaciteit van een onderneming. Een onderneming met een hogere winstgevendheid[14] heeft in het algemeen een hogere terugbetalingscapaciteit en zal bijgevolg meer schulden kunnen aangaan. Dit effect komt tot uiting aan de aanbodszijde van de bankkredieten.

Om deze twee tegengestelde effecten te kunnen onderzoeken werden zowel een vraag- als een aanbodsfunctie naar bankschulden gespecifieerd. Omdat een bank zowel de korte- als de langetermijnkredieten als één globaal pakket beoordeelt, wordt er slechts één aanbodsfunctie opgenomen waarin de sleutelvariabelen opgenomen zijn die door de bank worden beoordeeld. Voor de drie vraagfuncties wordt een negatieve relatie met de winstgevendheid verwacht, terwijl voor de aanbodsfunctie een positieve relatie wordt vooropgesteld.

Een eerste analyse van de resultaten levert al onmiddellijk een ondersteuning op van de pikorde én van de signaleringseffecten (tabel 5.21). In de drie vraagfuncties vertoont de geschatte coëfficiënt van de winstgevendheid een negatief teken, terwijl in de aanbodsfunctie een positief teken wordt gevonden. Voor zowel de langetermijn- als de kortetermijnbankschulden vinden we een negatieve significante coëfficiënt voor de winstgevendheid. Hieruit kunnen we afleiden dat de bankschulden lager in de pikorde voorkomen dan autofinanciering.

In vergelijking (2) levert de geschatte coëfficiënt van de winstgevendheid wel een negatief teken op doch de relatie met het leverancierskrediet is niet significant. Dit resultaat suggereert eveneens dat leveranciers-

---

[14] Shenoy en Koch (1996) stellen dat er een positieve relatie bestaat tussen het huidige schuldniveau en de *toekomstige* winstgevendheid. Zij onderzochten daarom de relatie tussen de schuldgraad op een bepaald moment in de tijd en de winstgevendheid op latere tijdstippen. Nochtans is een dergelijke specificatie niet noodzakelijk om deze hypothese correct te kunnen onderzoeken. De huidige bankschulden zijn de gecumuleerde schulden van de vorige jaren, waarbij de schuldaflossingen in mindering gebracht zijn. Het tijdstip van de toekenning van de kredieten ligt dus vóór het tijdstip dat de huidige winstgevendheid bekend was, zodat de huidige winstgevendheid een goede benadering is van de toekomstige terugbetalingscapaciteit.

krediet iets lager in de pikorde voorkomt dan interne financiering. Doch de interpretatie van dit resultaat moet met de nodige voorzichtigheid gebeuren. Er bestaan twee soorten leverancierskrediet die niet op dezelfde plaats staan in de pikorde. Leverancierskrediet waarbij men geen korting geeft voor contante betaling is goedkoop en staat op ongeveer gelijke hoogte in de pikorde als interne financiering en vóór de bankschulden. Leverancierskrediet waarbij wel korting voor contante betaling wordt gegeven, is meestal duurder dan bankkrediet en wordt verwacht zich na de bankschulden te situeren in de pikorde. Voor de eerste categorie leverancierskrediet verwachten we geen significant verband, terwijl voor de tweede categorie een sterk negatief significant verband wordt verwacht. Uit het voorgaande bleek reeds dat kenniselementen een belangrijke rol kunnen spelen, zodat de perceptie van de kostprijs mee opgenomen moet worden in het model. Om dit te kunnen testen werden interactievariabelen gecreëerd tussen de winstgevendheid, de kennis van de kostprijs van leverancierskrediet en het percentage leverancierskrediet waarop men korting voor contante betaling verkrijgt. Concreet werden drie nieuwe interactievariabelen opgenomen in de plaats van de winstgevendheid en de twee kennisvariabelen. De eerste interactievariabele bestaat uit het percentage leverancierskrediet waarop men geen korting krijgt bij contante betaling en de winstgevendheid. Deze vorm van leverancierskrediet is steeds goedkoop, ongeacht of men de kostprijs kan inschatten of niet. We verwachten dan ook geen significant effect voor deze variabele. Vervolgens werd een tweede interactievariabele gecreëerd tussen de winstgevendheid en het percentage leverancierskrediet waarop men wel korting voor contante betaling krijgt. Omdat voor deze vorm van leverancierskrediet kenniselementen de plaats in de pikorde bepalen, werd deze interactievariabele opgesplitst met behulp van de kennisvariabele als interactieve dummy. Wanneer de werkelijke kostprijs kan ingeschat worden, dan mogen we een sterk negatief significant verband verwachten. In het andere geval wordt geen significant verband verwacht. Samengevat worden de volgende drie variabelen opgenomen in het model met het verwachte teken tussen haken :

(1)	(100 - KORTING) x CF	(⌀)
(2)	(1 - KENNIS) x KORTING x CF	(⌀)
(3)	KENNIS x KORTING x CF	(-)

Merk op dat we voor variabele (2) wel een significant negatief effect verwachten indien de ondernemingen in de steekproef rationeel gedrag vertonen. Indien er een heel strikte pikorde zou bestaan waarin ondernemers autofinanciering steeds duidelijk verkiezen boven leverancierskrediet dan levert variabele (1) eveneens een significant effect op. Omwille van deze redenen behouden we de drie variabelen in het model alhoewel we volgens de midrange theorie uit het casestudy-onderzoek enkel een significant effect verwachten voor variabele (3).

Tabel 5.23

Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 3SLS schatters

Vergelijking (1) Afhankelijke var. = SOLV			Vergelijking (2) Afhankelijke var. = LEV			Vergelijking (3) Afhankelijke var. = VVKT			Vergelijking (4) Afhankelijke var. = VVLT			Vergelijking (5) Afhankelijke var. = VV		
Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde
constante	-8.725	-0.26	constante	22.35	1.38	constante	3.169	0.36	constante	10.82	0.65	constante	26.09	4.15***
groei	-11.58	-3.87***	cf*ken*kor	-0.006	-1.79*	cf	-0.003	-2.65***	cf	-0.674	-2.50**	ervaring	-0.073	-0.73
controle	-2.091	-0.79	1-ken*kor*cf	-0.004	-1.22	groei	-0.298	-0.34	mval	0.418	6.57***	account	2.415	0.88
risk	-0.000	-1.70*	100-kor*cf	-0.002	-0.72	klanten	0.005	0.17	mva2	0.584	6.05***	relatie	0.060	0.71
grootte	4.730	1.54	groei	8.759	4.11***	voorraad	0.080	2.49**	grootte	-0.010	-0.01	concentr	3.241	2.72***
			capacite	0.019	0.51	grootte	0.202	0.25	risk	-0.000	-2.66***	bank1	-0.033	-1.03
			levaanb	0.001	2.94***	risk	0.000	0.92	groei	5.676	2.38**	bank>3	-0.574	-2.24**
			grootte	-1.133	-0.76							bankshp2	1.362	1.40
			groep	0.134	0.07							ev	-0.419	-8.19***
			klanten	0.218	3.42***							groep	-8.591	-3.32***
			voorraad	0.029	0.37							cf	0.010	3.26***
			macht	0.045	2.02**							opleid2	-3.080	-1.26
												opleid3	-1.776	-0.55
												opleid4	-3.175	-1.22
												opleid5	-5.174	-2.06**
n=176														

***, **, * Significant bij een significantieniveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%.

In vergelijking (2) van tabel 5.23 vinden we de resultaten van dit nieuwe model. Hieruit blijkt dat de resultaten weergeven wat voorspeld werd volgens ons model. Voor de derde variabele vinden we een significant negatief verband doch slechts bij een significantieniveau van 10% terwijl de twee andere variabelen wel een negatief doch niet significant teken opleveren.

Deze bevindingen zijn een aanwijzing voor het bestaan van een pikorde in financieringsvoorkeur. Kleine industriële ondernemingen geven bijkbaar de voorkeur aan interne financiering. Leverancierskrediet dat als goedkoop wordt waargenomen staat op ongeveer dezelfde hoogte in de pikorde alhoewel de resultaten suggereren dat er een lichte voorkeur blijft bestaan voor interne financiering. De plaats in de pikorde van leverancierskrediet dat als duur wordt waargenomen en de bankschulden is niet geheel duidelijk. Uit de resultaten kunnen we wel afleiden dat deze schuldcategorieën duidelijk lager in de pikorde voorkomen dan de interne financiering. Wanneer we terugkeren naar tabel 5.18 dan kunnen we hieruit afleiden dat deze drie financieringsvormen noch substituten, noch complementen zijn zodat we hieruit niets concreets kunnen afleiden over de plaats in de pikorde. Voor de ondernemingen met KENNIS = 1 vinden we zelfs een significant positief verband tussen het leverancierskrediet en de kortetermijnbankkredieten. Wanneer we de resultaten van de determinanten groei en winstgevendheid naast elkaar leggen, krijgen we wel een aanwijzing dat de kortetermijnbankschulden lager in de pikorde voorkomen dan de andere twee schuldcategorieën. Mogelijk bestaat er ook een voorkeur voor leverancierskrediet dat als duur wordt waargenomen boven de langetermijnbankschulden. Deze resultaten komen niet overeen met die van Petersen en Rajan (1997). Petersen en Rajan besluiten op basis van een indirecte test dat leverancierskrediet nà de bankschulden komt in de pikorde. Het feit dat leverancierskrediet en kortetermijnbankschulden geen substituten blijken te zijn, bevestigt evenwel de resultaten van de survey-studie van Walker (1985).

Hoe kunnen we nu verklaren dat leverancierskrediet met een hoge waargenomen impliciete kostprijs zich blijkbaar hoger in de pikorde bevindt dan de bankschulden terwijl we rationeel gezien zouden verwachten dat deze financieringsbron zich lager in de pikorde zou situeren? In vraag 24 van de vragenlijst werd gepeild naar de redenen waarom men toch niet contant wenst te betalen in een situatie waarin men 2% korting krijgt voor contante betaling. De meest geciteerde reden heeft te maken met de beschikbare liquiditeiten. Men betaalt enkel contant wanneer de kastoestand het toelaat. Slechts enkele ondernemingen verwijzen expliciet naar beperkingen m.b.t. de huidige kredietlijnen. We kunnen daarom een bijkomende vraag stellen nl. waarom ondernemingen geen beroep doen op kortetermijnbankschulden om de leveranciers contant te kunnen betalen wanneer de waargenomen impliciete kostprijs van leverancierskrediet hoger ligt dan die van bankschulden.

De volgende factoren kunnen een mogelijk antwoord geven op deze vragen :

- Financieringskloof : wanneer een onderneming geen kredietlijnen op korte termijn als alternatief beschikbaar heeft, dan ontstaat er voor die onderneming een kortetermijnfinancieringskloof. Een dergelijke onderneming moet dan noodgedwongen een beroep doen op leverancierskrediet. Het is echter weinig waarschijnlijk dat deze factor een grote rol speelt. Er zijn slechts weinig ondernemingen die deze factor als relevant aanhalen. Bovendien blijkt uit de gegevens van de enquête dat maximaal 30% van de ondernemingen in de steekproef hun kredietlijnen volledig gebruiken.

- Transactiekosten : het aangaan van bankkredieten brengt een aantal transactiekosten met zich mee die soms hoog kunnen oplopen. De belangrijkste hiervan zijn de kosten verbonden aan de waarborgen. Met het leverancierskrediet daarentegen zijn weinig dergelijke kosten verbonden. Een ander transactiekostenargument wordt gegeven door Ferris (1981). In plaats van voor iedere aparte factuur contant te betalen worden alle betalingsopdrachten op het einde van de maand verzameld en betaald, wat minder kosten met zich meebrengt.

- Grote fluctuaties in de liquiditeit : Coenegrachts (1996) geeft aan dat een onderneming het als een negatief signaal beschouwt naar de leveranciers toe wanneer ze soms blijk geeft van betalingsmoeilijkheden, terwijl ze op andere ogenblikken grote liquiditeitsoverschotten heeft.

- Commerciële motieven : naast fluctuaties in de liquiditeiten kunnen ook commerciële redenen een invloed hebben (Coenegrachts, 1996). Een gunstige financiële korting blijkt vaak ten nadele van een concurrentiële prijs te werken.

Bij de afweging tussen enerzijds gebruik maken van leverancierskrediet zodat men de korting laat schieten en anderzijds lenen om contant te kunnen betalen om de korting te krijgen, speelt niet enkel de kostprijs van deze twee kredietvormen mee. De hierboven beschreven factoren blijken in veel gevallen een voldoende tegengewicht te kunnen bieden aan het soms hoge kostprijsverschil tussen de twee kredietvormen.

(d) Bedrijfsrisico.

Om de invloed van het bedrijfsrisico op de kapitaalstructuur te meten werden twee maatstaven gebruikt : de standaardafwijking en de variatiecoëfficiënt van het nettoresultaat (zie tabel 5.21 en bijlage B.5.3). De resultaten voor beide maatstaven leveren slechts één sterk significant effect op : de standaardafwijking van het nettoresultaat vertoont een negatief verband met de langetermijnbankschulden. Dit resultaat suggereert dat een onderneming met een hoger bedrijfsrisico minder langetermijnbankschulden aangaat. Doch dit resultaat wordt niet bevestigd door de andere risicomaatstaf. We kunnen hieruit besluiten dat hypothese 5 weinig ondersteuning krijgt vanuit deze schattingsresultaten. Dit komt overeen met de

bevindingen van de studie van Constand, Osteryoung en Nast (1991) die eveneens geen significante effecten vonden tussen hun risicomaatstaf en de componenten van de kapitaalstructuur.

(e) Activastructuur.

Uit de resultaten voor de determinaten winstgevendheid en groei bleek reeds dat ondernemingen een pikorde in financieringsvoorkeur volgen. Op basis van de analyse van de twee balanszijden met behulp van canonische correlatieanalyse werd gesuggereerd dat kleine ondernemingen in het algemeen een matchingstrategie volgen. In welke mate kleine ondernemingen een matchingstrategie volgen, wordt in het structureel model verder getest aan de hand van de determinant activastructuur. Uit het structureel model kan ook afgeleid worden hoe de matchingstrategie zich verhoudt tot de financieringsvoorkeuren van de ondernemer.

Voor de keuze van het leverancierskrediet blijkt de matchingstrategie een grotere rol te spelen dan de pikorde in financieringsvoorkeur. Van de twee onderzochte variabelen (VOORRAAD, KLANTEN) blijken enkel de handelsdebiteuren een positief significant verband te vertonen met het leverancierskrediet. Dit resultaat is in overeenstemming met hypothese 18 en suggereert dat kleine ondernemingen de neiging hebben om te wachten met het betalen van de leveranciers tot de klanten betaald hebben, in plaats van gebruik te maken van andere kredietvormen. Mogelijke verklaringen werden voorheen al gegeven. Ten eerste blijkt dat 68,3% van de ondernemers in de steekproef de impliciete kostprijs van leverancierskrediet niet kennen en daardoor leverancierskrediet vaak ten onrechte als goedkoper beschouwen dan kortetermijnbankkredieten. Een tweede mogelijke verklaring heeft te maken met de bereikbaarheid van bankkredieten. Kleine ondernemingen zouden gedwongen worden gebruik te maken van leverancierskrediet omdat ze door kredietbeperkingen gebonden zijn. Ze moeten dan noodgedwongen wachten met het betalen van de leveranciers totdat de klanten betaald hebben. Andere factoren die een verklaring geven waarom bankkredieten geen substituut blijken te zijn voor leverancierskrediet, zelfs indien de werkelijke kostprijs kan ingeschat worden, kunnen zoals voorheen werd aangehaald, ingedeeld worden bij de transactiekosten, fluctuaties in de liquiditeit en de commerciële motieven.

Deze verschillende verklaringen zijn mogelijk doch de eerste verklaring zal waarschijnlijk het meest van toepassing zijn, gezien het feit dat 65% van de ondernemingen in het bestand nog ongebruikte kredietlijnen hebben. Bovendien vonden we reeds dat kenniselementen een rol spelen bij de keuze van de kapitaalstructuur.

Uit structurele vergelijking (3) (tabel 5.21) kunnen we afleiden welke vlottende activa gefinancierd worden met de kortetermijnbankkredieten. De resultaten suggereren dat de kortetermijnbankkredieten

voornamelijk gebruikt worden om de voorraden te financieren. Met de handelsdebiteuren wordt geen verband gevonden. Uit de resultaten kan ook afgeleid worden dat de pikorde in financieringsvoorkeur voor de kortetermijnbankkredieten sterker speelt dan de matchingstrategie.

De geschatte coëfficiënten van vergelijking (4) geven een sterke indicatie dat de matchingstrategie voor de langetermijnbankkredieten sterker speelt dan het pikorde-effect. Beide groepen van materiële vaste activa (MVA1, MVA2) vertonen zoals verwacht een positief significant verband met de langetermijnbankschulden (hypothese 7, 8b, 9). De onderpandswaarde van de activa speelt hierin zeker een rol. Doch dit resultaat mag niet los gezien worden van de pikorde in financieringsvoorkeur. Ondernemers geven er de voorkeur aan zoveel mogelijk te financieren met autofinanciering. Doch hierbij houdt men ook rekening met de bijkomende financieringsbehoeften in de toekomst. Daarom dat gebouwen en terreinen bijna steeds worden gefinancierd met langetermijnbankkredieten om in de toekomst dure kortetermijnbankkredieten te vermijden zoals bijvoorbeeld kaskrediet. Ook risicomotieven spelen hierin een rol. De schattingsresultaten ondersteunen deze verklaring.

De keuze van de financieringsbron voor de andere materiële vaste activa (MVA2) zou kunnen afhangen van de grootte van het te investeren bedrag. Indien het bedrag relatief laag is, zou men kunnen verwachten dat de ondernemingen autofinanciering aanwenden. Indien het bedrag relatief hoog is, doet men eerder een beroep op langetermijnbankschulden. Als deze hypothese juist is, zou er ook een positieve relatie moeten bestaan met het eigen vermogen (hypothese 8a). In een bijkomend model (resultaten niet weergegeven) werden de beide maatstaven voor de materiële vaste activa opgenomen in structurele vergelijking (1) van de solvabiliteit. Voor beide maatstaven vinden we geen significante resultaten in deze vergelijking. Deze resultaten worden bevestigd als we teruggrijpen naar de resultaten van de canonische correlatieanalyse waar het eigen vermogen werd opgesplitst in kapitaal en winstreserve (tabel 5.11). Er werd met deze techniek geen enkele relatie vastgesteld tussen de twee componenten van het eigen vermogen. Deze resultaten suggereren dat, indien men materiële vaste activa met eigen middelen zou financieren, dit enkel gebeurt voor relatief zeer kleine investeringen. Wordt het investeringsbedrag iets groter, dan doet men al snel een beroep op bankkredieten. Deze resultaten kunnen er ook op wijzen dat de autofinancieringscapaciteit in kleine ondernemingen vrij beperkt is, zodat men al snel een beroep moet doen op bankschulden.

Als besluit kunnen we vermelden dat de determinant activastructuur één van de belangrijkste determinanten blijkt te zijn van de kapitaalstructuur van kleine industriële ondernemingen. Hieruit kunnen we afleiden dat de matchingstrategie één van de belangrijkste financieringsstrategieën is in kleine ondernemingen zodat de preliminaire resultaten uit de canonische correlatieanalyse worden bevestigd.

(f) Aanbod van leverancierskrediet.

In hypothese 14 werd vooropgesteld dat een hoger aanbod van leverancierskrediet zal leiden tot meer leverancierskrediet bij de kredietverkrijger. De proxy voor het aanbod van leverancierskrediet, die werd opgenomen in vergelijking (2), levert een geschatte coëfficiënt op die positief statistisch significant is. Dit resultaat biedt ondersteuning aan hypothese 14 en suggereert dat kleine ondernemingen met een hoger aanbod aan leverancierskrediet gemiddeld genomen daar ook gebruik van maken. Deze bevindingen komen overeen met de resultaten van Petersen en Rajan (1997).

(g) Machtspositie t.o.v. de leveranciers.

De machtspositie t.o.v. de leveranciers wordt gemeten aan de hand van het percentage van de aankopen bij de leveranciers waarvan de onderneming zelf de betalingstermijn kan bepalen. De geschatte coëfficiënt voor de variabele 'macht' geeft aan dat er een significant positief verband bestaat met het leverancierskrediet. Dit komt overeen met wat verwacht werd op basis van hypothese 15. Een kleine onderneming die voor een groter percentage van de aankopen de betalingsvoorwaarden zelf kan bepalen, zal hiervan gebruik maken om meer met leverancierskrediet te financieren.

(h) Ongebruikte kredietcapaciteit.

De ongebruikte kredietcapaciteit kan als een maatstaf voor kredietrantsoenering beschouwd worden (Petersen en Rajan, 1997). Er wordt verwacht dat de beschikbaarheid van bankkredieten de vraag naar leverancierskrediet beïnvloedt. Uit vergelijking (2) blijkt dat er geen significant verband bestaat tussen de ongebruikte kredietlijnen en het leverancierskrediet. Deze bevindingen komen niet overeen met de bevindingen van Petersen en Rajan (1997) die een duidelijk substitutie-effect vonden tussen leverancierskrediet en bankkredieten.

(i) Aanbod van bankschulden.

Vergelijking (5) werd gespecifieerd op basis van de informatie uit de bankcases. Hierbij dient opgemerkt te worden dat we enkel de huidige variabelen (boekjaar 1995) kunnen opnemen waardoor voor bepaalde variabelen andere effecten worden opgepikt dan in de hypothesen werden vooropgesteld. We hebben reeds aangehaald dat de huidige schuldgraad het gevolg is van kredietbeslissingen in het verleden. Omdat we de tijdstippen van de kredietbeslissing niet kennen, kunnen we ook niet de precieze variabelen opnemen die de bank toen beoordeelde.

De variabelen in de vijfde structurele vergelijking kunnen in drie categorieën ingedeeld worden :

variabelen m.b.t. de morele kredietwaardigheid.

variabelen m.b.t. de relatie met de bank.

- variabelen die de financiële toestand van de onderneming weergeven.

Om de morele kredietwaardigheid te meten, werden twee maatstaven opgenomen nl. ervaring en opleidingsniveau. Zowel voor ervaring[15] als voor het opleidingsniveau worden quasi geen significante effecten gevonden (hypothese 13). Hieruit kunnen we afleiden dat de morele kredietwaardigheid slechts een ondergeschikte rol speelt. Bovendien werden slechts twee maatstaven opgenomen terwijl in de praktijk een heel aantal andere elementen eveneens worden beoordeeld.

Wat betreft de relatie met de bank werden vijf variabelen opgenomen. De betrokkenheid van de accountant bij de kredietonderhandeling, de duur van de relatie en één van de twee maatstaven voor het bankshoppen leveren geen significante resultaten op. Voor de concentratie van de waarborgen vinden we een positief significant verband, terwijl we een negatief verband verwacht hadden. We kunnen dit verklaren aan de hand van de opmerking die in het begin reeds gegeven werd nl. dat we hier een ex-post effect oppikken terwijl we een ex-ante effect willen meten. Wanneer een onderneming er in slaagt om de waarborgen over meerdere banken te spreiden, betekent dit in het algemeen dat het over een financieel gezonde rendabele onderneming gaat. Enkel in dat geval zullen de banken bereid zijn om leningen toe te staan die slechts met beperkte waarborgen of een waarborg in een lagere graad gedekt zijn. De concentratie van de waarborgen kan in dat geval als een bijkomende maatstaf voor de financiële gezondheid van de onderneming beschouwd worden.

Uit het casestudy-onderzoek bleek dat het uitspelen van de concurrentie tussen twee à drie bankiers de ideale situatie is. Wanneer er slechts één bankier is, bestaat de mogelijkheid dat deze zijn monopoliepositie misbruikt. Indien men meer dan drie bankiers heeft, kan dat een nadelige invloed hebben op het aanbod van bankschulden. Het feit dat een kleine onderneming meer dan drie bankiers heeft, kan betekenen dat het een onderneming betreft van 'mindere kwaliteit'.

Om dit te testen werden drie dummyvariabelen ('één bankier', 'twee tot drie bankiers', 'meer dan drie bankiers') gecreëerd waarbij de dummy 'twee tot drie bankiers' uit het model werd weggelaten (zie tabel 5.21). De geschatte coëfficiënt voor de dummy 'één bankier' is niet significant. Hiermee kunnen we de hypothese verwerpen dat het hebben van slechts één bankier een nadelige invloed zou hebben op de hoeveelheid schulden die men kan aangaan. Of we tot dezelfde conclusie zouden komen wanneer de kostprijs van de bankschulden zou onderzocht zijn, valt echter te betwijfelen.

---

[15] Omdat het mogelijk is dat het effect van deze variabele bij weinig jaren ervaring meer speelt dan bij veel jaren ervaring, werd er een bijkomend model geschat waarin de ln van deze variabele werd opgenomen. Dit bijkomend model leverde precies dezelfde resultaten op als het oorspronkelijk model.

De dummy 'meer dan drie bankiers' levert wel een negatief significante coëfficiënt op. Hieruit kunnen we afleiden dat het hebben van meer dan drie bankiers een nadelige invloed heeft op de hoeveelheid schulden.

De andere maatstaf voor het bankshoppen is het aantal banken waarbij men een kredietaanvraag indient. Deze variabele levert een positief doch niet-significant effect op. In enkele bijkomende modellen vinden we wel een positief significant effect. Het uitspelen van de concurrentie blijkt dus zeker niet nadelig te zijn wanneer men nieuwe schulden wil aangaan.

De financiële toestand van een onderneming wordt beoordeeld op basis van de winstgevendheid, het gecorrigeerd eigen vermogen en het behoren tot een groep. We vinden een sterk positief significant verband tussen de winstgevendheid en de schuldgraad. Dit ondersteunt de hypothese dat de terugbetalingscapaciteit een zeer belangrijke rol speelt bij het toekennen van kredieten (hypothese 11).

De twee andere maatstaven leveren sterk negatief significante coëfficiënten op terwijl we een positief verband hadden verwacht. Voor het gecorrigeerd eigen vermogen stelt zich weer het probleem dat we het tijdstip van de kredietbeslissing niet kennen. Door de huidige variabele te gebruiken pikken we een boekhoudkundige relatie op die ontstaat nadat het krediet werd toegekend. Er werd getracht dit probleem op te lossen door een bijkomend model te schatten waarin het gecorrigeerde eigen vermogen van 1995 vervangen werd door dezelfde variabele met één en twee jaren vertraging. Ook dit model leverde niet de verwachte resultaten op. Voor beide variabelen vonden we eveneens een negatief effect.

Het negatief teken van de coëfficiënt van de groepsvariabele kan verklaard worden door het feit dat ondernemingen die tot een groep behoren meer schulden aangaan binnen de groep en dus in mindere mate een beroep moeten doen op bankschulden. Omdat deze variabele eerder een invloed blijkt te hebben op de kapitaalstructuur vanuit de vraagzijde dan vanuit de aanbodszijde hebben we in een bijkomend model (zie bijlage tabel B.5.4) de groepsvariabele verwijderd in vergelijking (5) en toegevoegd in de vergelijkingen (3) en (4). Enkel in vergelijking (3) vinden we een negatief significant verband tussen de kortetermijnbankschulden en het behoren tot een groep. De groepsvariabele in de vergelijking van het leverancierskrediet levert geen significant verband op.

Het belang van onderpand bij het aanbod van bankkredieten (hypothese 9) werd getest door een bijkomend model te schatten (resultaten niet weergegeven) waarin twee extra variabelen werden opgenomen namelijk het bedrag van de inschrijving op de hypotheek (HYPOTHEEK, code 9171 uit de jaarrekening) en het pand op het handelsfonds (PAND, code 9181 uit de jaarrekening), beide variabelen gedeeld door het totaal actief. Voor de hypotheek vonden we een sterk positief significant verband met de schuldgraad.

Dit resultaat suggereert dat de hypotheek als waarborg een belangrijke rol speelt bij het verkrijgen van langetermijnbankkredieten. De hypotheek vergroot immers de kans dat de bank de lening kan recupereren door gedwongen liquidatie.

Het belang van het pand op het handelsfonds bij het bekomen van bankkredieten is beperkt. We vinden wel een positief verband doch dit verband is niet significant. Dit resultaat steunt de bevinding van het casestudy-onderzoek dat bepaalde soorten waarborgen, zoals bijvoorbeeld het pand op het handelsfonds, vooral gebruikt worden door de banken als afschermingsinstrument voor de concurrentie.

(j) Grootte.

De grootte-variabele werd in de structurele vergelijkingen (1) tot en met (4) opgenomen (tabel 5.21). In geen enkele vergelijking[16] vinden we een significant verband tussen de grootte en de afhankelijke variabele. Dit betekent niet dat grootte geen determinant van de kapitaalstructuur kan zijn. Om de invloed van grootte effectief te kunnen testen zouden ondernemingen van elke grootte moeten opgenomen worden in het bestand. Binnen de categorie van de kleine ondernemingen, zoals geselecteerd voor deze studie, vinden we echter dat grootte geen determinant is van de kapitaalstructuur.

(k) Sector.

Om de invloed van de sector op de kapitaalstructuur te analyseren werd zowel gebruik gemaakt van het basisbestand als van het analysebestand. De reden waarom teruggegrepen wordt naar het basisbestand ligt in het feit dat we in het analysebestand te weinig ondernemingen per sector hebben om de variabele sector te kunnen definiëren met behulp van de NACE-code op 2-digit-niveau of lager. We kunnen immers verwachten dat de NACE-code op 1-digit-niveau te heterogene groepen zal opleveren zodat we weinig verschillen zullen vinden.

Naast het regressiemodel werd gebruik gemaakt van een ANOVA-techniek om significante verschillen in de gemiddelden van verschillende sectoren op te sporen. ANOVA mag gebruikt worden wanneer een aantal basisveronderstellingen vervuld zijn : de kansverdeling volgt de normale verdeling, de populatievarianties zijn gelijk en de observaties voor ieder factorniveau zijn willekeurig en onafhankelijk van elk ander factorniveau. Om na te gaan of onze gegevens aan deze voorwaarden voldoen werd de Jarque-Bera test voor de normale verdeling gebruikt en de Levene-test voor de gelijke populatievarianties. De resultaten voor deze testen zijn in tabel 5.24 opgenomen.

---

[16] Om de robuustheid van dit resultaat te controleren werden andere modellen geschat waarin de grootte-variabele vervangen werd door de omzet, de ln van omzet, het balanstotaal en het aantal personeelsleden. In geen enkel bijkomend model werden significante effecten gevonden zodat de resultaten van het oorspronkelijk model bevestigd worden.

Tabel 5.24

Controle op de basisvoorwaarden van ANOVA : Jarque-Bera-test en Levene-test.

Variabele	Jarque-Bera-test	Levene-test[a]
SOLV	36.72***	3.493***
LEV	517.21***	1.985***
VVKT	8683.91***	7.480***
VVLT	703.74***	3.996***

[a] Levene-teststatistiek berekend met de opsplitsing in sectoren op basis van de NACE-code op 2-digit-niveau.

*** Significant bij een significantieniveau van 1%.

Op basis van de resultaten van deze twee testen kan de hypothese verworpen worden dat de gegevens normaal verdeeld en de populatievarianties gelijk zijn. Daarom werd beslist om de niet-parametrische Kruskal-Wallis test (tabel 5.25) te gebruiken om het gemiddelde van de verschillende deelpopulaties te vergelijken. De veronderstelling van normaal verdeelde populaties is niet noodzakelijk voor deze test. Bovendien is deze test minder gevoelig voor ongelijke varianties dan ANOVA (Kvanli e.a., 1992).

Tabel 5.25

Kruskal-Wallis-test met de sectorindeling op basis van de NACE-code op 1-digit en 2-digit-niveau.

Variabele	Kruskal-Wallis (NACE 1-digit)	Kruskal-Wallis (NACE 2-digit)
SOLV	3.259	61.197***
LEV	4.862	41.977***
VVKT	11.457***	56.437***
VVLT	16.356***	59.528***

*** Significant bij een significantieniveau van 1%

Voor de sectorindeling op 1-digit-niveau vinden we enkel significante verschillen voor de bankschulden. Op 2-digit-niveau vinden we voor de vier variabelen verschillen tussen de onderzochte sectoren. De componenten van de kapitaalstructuur verschillen naargelang de sector waartoe de onderneming behoort. Deze verschillen zijn duidelijker naarmate de sectorindeling op een lager digit-niveau gebeurt. Dit is logisch omdat, naarmate men een lager digit-niveau gebruikt, de groepen homogener worden.

Het regressiemodel (tabel 5.26) met sectordummies op het 1-digit-niveau geeft vergelijkbare resultaten. Voor het leverancierskrediet vinden we geen significante verschillen tussen de sectoren. Naast de bankschulden vinden we, in tegenstelling tot het basisbestand ook significante verschillen voor de solvabiliteit.

Tabel 5.26

Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 3SLS schatters

Vergelijking (1) Afhankelijke var. = SOLV			Vergelijking (2) Afhankelijke var. = LEV			Vergelijking (3) Afhankelijke var. = VVKT			Vergelijking (4) Afhankelijke var. = VVLT			Vergelijking (5) Afhankelijke var. = VV		
Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde
constante	7.302	0.22	constante	15.62	0.97	constante	-0.629	-0.07	constante	4.497	0.26	constante	26.08	4.22***
groei	-11.77	-4.05***	cf	-0.003	-1.07	cf	-0.003	-2.64***	cf	-0.006	-2.35**	ervaring	-0.068	-0.67
controle	-1.543	-0.57	groei	8.842	4.33***	groei	-0.207	-0.25	mva1	0.410	6.49***	account	2.383	0.86
risk	-0.000	-1.77*	capacite	0.016	0.43	klanten	0.006	0.19	mva2	0.564	6.04***	relatie	0.065	0.78
grootte	4.040	1.34	ken*kor	-0.062	-2.17**	voorraad	0.077	2.36**	grootte	0.259	0.17	concentr	3.276	2.71***
sec3	-4.854	-0.86	1-ken*kor	-0.035	-1.28	grootte	0.328	0.40	risk	-0.000	-2.46**	bank1	-3.534	-1.10
sec4	-11.62	-2.20**	levaanb	0.001	2.92***	risk	0.000	1.03	groei	5.777	2.60***	bank>3	-5.777	-2.20**
			grootte	-0.868	-0.61	sec3	2.120	1.77*	sec3	1.011	0.39	bankshp2	1.454	1.49
			groep	-0.038	-0.02	sec4	2.870	2.78**	sec4	5.022	2.01**	ev	-0.433	-8.29***
			klanten	0.227	3.57***							groep	-8.707	-3.37***
			voorraad	0.042	0.54							cf	0.010	3.40***
			macht	0.005	2.22**							opleid2	-2.930	-1.17
			sec3	4.003	1.29							opleid3	-1.883	-0.58
			sec4	5.554	1.92*							opleid4	-3.008	-1.14
												opleid5	-5.409	-2.12**

***, **, * Significant bij een significantieniveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%

(l) Doelratio.

Het financieel beleid in kleine ondernemingen is vaak gericht op het realiseren van enkele streefcijfers (Hypothese 6). Deze streefcijfers zijn vaak algemeen aanvaarde normen of sectorgemiddelden. Wat de kapitaalstructuur betreft, verwachten we dat kleine ondernemingen streven naar een doelsolvabiliteit. Vooral de ondernemingen die onder deze norm zitten, zullen ernaar streven de solvabiliteit te verbeteren.

Tabel 5.27

Kruistabel van de opgegeven doelratio's en de situering ten opzichte van dat doel

	Aantal ondernemingen		
Opgegeven doelratio	Boven de doelratio	Onder de doelratio	Totaal
10	1		1
20	1	4	5
25	2	5	7
30	9	4	13
33	5		5
35	4	3	7
38		1	1
40	10	6	16
48	1		1
50	8	12	20
60		2	2
66	1	2	3
70		2	2
75		3	3
80	1	2	3
100		6	6
Totaal	43	52	95

In de vragenlijst werd gepeild naar de doelsolvabiliteit. Wanneer hier niet op geantwoord werd, werd gevraagd naar de solvabiliteitsnorm die de ondernemer als 'gezond' beschouwde. Slechts 54% van de ondernemingen in de steekproef gaven een antwoord op deze vraag. Dit komt niet overeen met wat we zouden verwachten op basis van hypothese 6. We verwachten dat het merendeel van de ondernemingen

toch tenminste bewust of onbewust een solvabiliteitsnorm (bv. een algemeen aanvaarde norm, het sectorgemiddelde of een bewust gekozen streefcijfer) nastreeft.

Voor de ondernemingen die wel een norm vooropstelden, werd de solvabiliteitsvergelijking opnieuw geschat met als bijkomende verklarende variabele de solvabiliteit met één jaar vertraging. Deze variabele werd opgesplitst met behulp van een interactieve dummy die de waarde 1 kreeg wanneer de onderneming zich onder haar doelratio bevond, en 0 wanneer de onderneming zich boven dit doel bevond. In tabel 5.27 zijn de doelratio's van de ondernemingen weergegeven en de situering (onder of boven) ten opzichte van het doel. Het merendeel van de kleine ondernemingen blijkt impliciet of expliciet een doelsolvabiliteit na te streven tussen de 30% en de 50%. Voor dit partieel aanpassingsmodel wordt verwacht dat de aanpassingscoëfficiënt voor de kleine ondernemingen die onder hun doelratio zitten, groter is dan die voor ondernemingen die boven hun doelratio zitten. Omwille van risicomotieven verwachten we van deze eerste groep ondernemingen effectief een streefgedrag terwijl we dat niet verwachten voor ondernemingen die boven hun vooropgestelde doelratio zitten.

Tabel 5.28

OLS-schattingsresultaten van het partieel aanpassingsmodel

Model	Geschatte coëfficiënten	t-waarde
Constante	6.40	0.402
SOLV94 (boven doelratio)	0.943	25.634***
SOLV94 (onder doelratio)	0.953	17.207***
RISK	-0.000	-0.064
GROEI	-6.900	-3.144***
CONTROL	2.400	1.418
GROOTTE	-0.420	-0.285
	$R^2a = 0.89$	
	n = 95	

*** Significant bij een significantieniveau van 1%.

De schattingsresultaten uit tabel 5.28 laten zien dat dit niet het geval is. Voor beide groepen ondernemingen vinden we quasi dezelfde aanpassingscoëfficiënt. De aanpassingscoëfficiënten zijn vrij laag (δ=0.057 en δ= 0.047) wat er op duidt dat de aanpassing naar het gewenste doel slechts traag gebeurt. Deze trage aanpassing kan geïnterpreteerd worden als het bestaan van (al of niet zelf gecreëerde) financie-

ringsbeperkingen wat betreft het eigen vermogen.

Om een beter zicht te krijgen in de richting van de aanpassing werd voor elke onderneming berekend of de solvabiliteit in de richting van het doel evolueerde of niet. Uit tabel 5.29 blijkt dat 71% van de ondernemingen die zich onder hun doelratio bevinden in de richting van het doel evolueren. Van ondernemingen die boven hun doel zitten beweegt slechts 54% naar hun doel toe. Deze bevindingen ondersteunen het tweede deel van hypothese 6.

5.5.4 Robuustheidstesten.

Bij de analyse van de resultaten in de vorige paragraaf werden voor een aantal variabelen alternatieve proxies getest. Daarnaast werden, indien hiervoor in de resultaten aanwijzingen werden gevonden, alternatieve specificaties uitgetest. De invloed van deze ingrepen op de resultaten kwam in de vorige paragrafen reeds aan bod. In deze paragraaf wordt gekeken welke wijzigingen de geschatte parameters en de bijhorende significantieniveaus van de overige variabelen door deze ingrepen ondergaan.

Tabel 5.29

Kruistabel van de verandering in solvabiliteit (1994 - 1995) en de situering ten opzichte van het doel.

	Aantal ondernemingen		
ΔSOLV (1994-1995)	Boven de doelratio	Onder de doelratio	Totaal
Afname	21	18	39
Toename	16	40	56
Totaal	37	58	95

Uit de verschillende alternatieve modellen blijkt dat de resultaten voor deze overige variabelen quasi geen wijzigingen ondergaan. Deze vaststelling wijst op vrij robuuste resultaten. Daarnaast kwamen we, uitgaande van de schattingsresultaten van het basismodel tot de conclusie dat de groepsvariabele niet in de aanbodsfunctie van de bankschulden thuishoort, doch wel in de twee vraagfuncties van de lange- en kortetermijnbankschulden. Deze alternatieve specificatie leverde geen afwijkingen in de resultaten op.

Een bijkomende robuustheidstest heeft betrekking op de pikordehypothese. De beschrijving van pikordegedrag gaat uit van de veronderstelling van constante investeringen en dividenden (Shenoy en Koch, 1996, Allen, 1993). Om te testen of de conclusies overeind blijven ten opzichte van deze veronderstelling worden in een bijkomend model twee extra variabelen (DIV_{t-1}, INVEST) opgenomen zodat het effect van de investeringen en de dividenden constant kan gehouden worden. Deze twee bijkomende variabelen

worden als volgt gedefinieerd :

DIV_{t-1} = dividenden / eigen vermogen (met een periode vertraging)
= |694/6| / |10/15|

Deze definitie komt overeen met de definitie van Baskin (1989) en Allen (1993).

INVEST = aanschaffingen materiële vaste activa, financiële vaste activa, immateriële activa / totale activa.
= (|8169| + |8365| + |8364| + |8029|) / |20/58|

Wat betreft het dividendbeleid blijkt dat 77,3% van de ondernemingen in de steekproef **geen** divi uitkeert. Dit blijkt ook uit de beschrijvende statistieken van de variabele DIV_{t-1}. Het gemiddelde v variabele is 0.022 terwijl de mediaan 0.000 bedraagt.

Deze twee extra variabelen werden opgenomen in de vier vergelijkingen van de vraagzijde. schattingen van dit alternatieve model (zie bijlage tabel B5.4) blijkt dat de resultaten met betrekkin pikordetheorie zeer robuust zijn. Voor de andere geschatte coëfficiënten vinden we eveneens zeer te resultaten met uitzondering van de groeivariabele in de vergelijking van de langetermijnbanks die niet meer significant blijkt te zijn.

Een verklaring kan wellicht gegeven worden door de indirecte invloed van de groei op de invest De groeivoet blijkt een positief verband te vertonen met de investeringen. Wanneer beide variabe structurele vergelijking (4) worden opgenomen, vinden we wel een positief significant resultaat variabele INVEST doch niet voor de variabele GROEI. Hieruit kunnen we afleiden dat de variab een indirecte invloed heeft op de langetermijnbankschulden via hogere investeringen in vaste activ

5.6 Motivaties, opvattingen en voorkeuren van de ondernemer : aanvullende r vanuit de survey.

In het regressiemodel werden wel verbanden gevonden tussen bepaalde variabelen, doch deze geven slechts *aanwijzingen* over de motivaties en strategieën die achter de financieringsbe schuilgaan. Daarom werden in de vragenlijst naast een aantal vragen omtrent kenmerkende geg

de onderneming en de ondernemer ook vragen opgenomen die rechtstreeks peilden naar de motivaties, opvattingen en doelstellingen van de ondernemer. De informatie uit deze vragen werd gebruikt om de resultaten van de statistische studie te bevestigen.

Tabel 5.30

Rangschikking naar belangrijkheid van de financiële doelstellingen.

	Meest belangrijk						Minst belangrijk	Score*
Financiële doelstelling	7	6	5	4	3	2	1	
1. Maximalisatie van de (verkoop)waarde van de onderneming	21 11,2%	14 7,4%	20 10,6%	18 9,6%	21 11,2%	37 19,7%	57 30,3%	3,17
2. Maximalisatie van de nettowinst	52 27,7%	32 17%	32 17%	23 12,2%	12 6,4%	25 13,3%	12 6,4%	4,82
3. Maximalisatie rentabiliteit van de eigen middelen	18 9,6%	41 21,8%	31 16,5%	24 12,8%	44 23,4%	21 11,2%	9 4,8%	4,29
4. Groei	25 13,3%	30 16%	27 14,4%	32 17%	24 12,8%	25 13,3%	25 13,3%	4,07
5. Risicobeperking	3 1,6%	14 7,4%	27 14,4%	48 25,5%	43 22,9%	37 19,7%	16 8,5%	3,46
6. Financiële autonomie bewaren	18 9,6%	20 10,6%	23 12,2%	25 13,3%	18 9,6%	29 15,4%	55 29,3%	3,34
7. Continuïteit	51 27,1%	38 20,2%	27 14,4%	18 9,6%	26 13,8%	14 7,4%	14 7,4%	4,85

* Gewogen gemiddelde score

Een eerste vraag peilde naar de doelstellingen die de ondernemer nastreeft. Er werd gevraagd zeven opgegeven doelstellingen te rangschikken van belangrijkste tot minst belangrijke. De resultaten vinden we terug in tabel 5.30. De maximalisatie van de verkoopwaarde van de onderneming wordt door slechts 11,2% van de ondernemingen als de belangrijkste doelstelling gerangschikt. Meer dan 70% van de ondernemingen beschouwt deze doelstelling als weinig of niet belangrijk. Dit ondersteunt de stelling dat waardemaximalisatie als *voornaamste* doelstelling, zoals vooropgesteld door de financieringstheorie, niet overeenkomt met de doelstellingen die ondernemers in de praktijk nastreven. De resultaten ondersteunen daarentegen wel de stelling dat kleine ondernemingen in het algemeen een multi-elementaire doelfunctie nastreven waarin waardemaximalisatie één van de elementen is doch niet het enige en zeker niet het

belangrijkste. De reden waarom zo weinig ondernemers waardemaximalisatie lijken na te streven als belangrijkste doelstelling ligt waarschijnlijk in het feit dat ze helemaal niet denken aan het verkopen van hun onderneming. Nochtans zijn er bepaalde aanwijzingen terug te vinden in de gegevens die erop wijzen dat ondernemers in zekere zin waardemaximalisatie van hun zaak nastreven. Zo blijken 75% van de ondernemingen in de steekproef geen dividenden uit te keren. Eén van de argumenten hiervoor is het realiseren van een meerwaarde indien de zaak *ooit* verkocht zou worden.

De relevantie van die kapitaalstructuurtheorieën om de financieringskeuzes van kleine ondernemingen te verklaren kan op basis van deze bevindingen in vraag gesteld worden.

De doelstellingen waaraan in een kleine onderneming in het algemeen het meeste belang wordt gehecht, zijn drie doelstellingen die nauw met elkaar verbonden zijn namelijk de maximalisatie van de nettowinst, de maximalisatie van de rentabiliteit van de eigen middelen en de continuïteitsdoelstelling. Dit bevestigt de resultaten van Cooley en Edwards (1983) en Donckels e.a. (1987). De rentabiliteit is immers noodzakelijk om de continuïteit van de onderneming te kunnen waarborgen.

De groeidoelstelling komt gelijkmatig voor op iedere plaats in de rangschikking. 'Risicobeperking' en de 'financiële autonomie bewaren' blijken naast waardemaximalisatie de minst belangrijke doelstellingen te zijn.

In een tweede vraag werd naar de voorkeuren in financieringsbronnen gepeild. De financieringsbronnen die de meeste en die de minste voorkeur genieten, komen zeer duidelijk naar voor in tabel 5.31. Voor 70% van de ondernemingen is interne financiering de meest geprefereerde financieringsbron. Extern kapitaal geniet blijkbaar de minste voorkeur.

Vlak voor het extern kapitaal vinden we het kaskrediet. Leverancierskrediet en langetermijnbankkredieten komen op ongeveer gelijke hoogte na de interne financiering. De vaste voorschotten bevinden zich in het midden van de pikorde. Een opvallende vaststelling is dat het leverancierskrediet zich vóór de vaste voorschotten en het kaskrediet in de pikorde bevindt. Dit is precies wat we reeds vermoedden op basis van de regressieresultaten. In het algemeen kunnen we besluiten dat kleine ondernemingen een pikorde in financieringsvoorkeur volgen. De (waargenomen) kostprijs blijkt hierin een belangrijke rol te spelen. Daarnaast kunnen ook transactiekosten een rol spelen. Zo vermoeden we dat de keuze tussen leveranciers-krediet en bankschulden grotendeels bepaald worden door een afweging van de waargenomen kostprijs ten opzichte van de transactiekosten die verbonden zijn aan deze kredietvormen. Dit zou verklaren waarom leverancierskrediet dat als duurder wordt waargenomen dan bankschulden, toch hoger in de pikorde terug

te vinden is.

Tabel 5.31

Rangschikking van de financieringsbronnen volgens persoonlijke voorkeur van de ondernemer.

	Meest belangrijk					Minst belangrijk	Score*
Financieringsbronnen	6	5	4	3	2	1	
1. Interne financiering	138 70,1%	22 11,2%	16 8,1%	11 5,6%	5 2,5%	5 2,5%	5,33
2. Leverancierskrediet	19 9,6%	56 28,4%	47 23,9%	33 16,8%	29 14,7%	13 6,6%	4,82
3. Langetermijnbankkredieten	22 11,2%	62 31,5%	54 27,4%	43 21,8%	16 8,1%	0 0,0%	5,16
4. Kaskrediet	8 4,1%	12 6,1%	18 9,1%	37 18,8%	76 38,6%	46 23,4%	3,48
5. Vaste voorschotten	7 3,6%	36 18,3%	52 26,4%	57 28,9%	38 19,3%	7 3,6%	4,47
6. Extern eigen vermogen	4 2%	8 4,1%	11 5,6%	15 7,6%	33 16,8%	126 64%	2,75

* Gewogen gemiddelde score

De derde vraag heeft betrekking op een aantal factoren die mogelijk een rol spelen bij de keuze tussen al of niet financieren met bankschulden. De resultaten hiervan vinden we terug in tabel 5.32. De twee factoren die het meeste belang krijgen toegewezen, zijn het bedrag en de aard van de investering. De belangrijkheid van het bedrag van de investering levert indirect een bijkomende bewijs op voor het bestaan van een pikorde en suggereert dat een kleine onderneming pas een beroep doet op bankschulden wanneer de interne middelen niet volstaan.

De hoge score voor de aard van de investering verwijst naar de matchingstrategie die blijkbaar een grote rol speelt bij het nemen van financieringsbeslissingen. Bovendien suggereert dit resultaat dat het gebruik van bankschulden sterk transactiegebonden is.

De factoren die de derde en de vierde plaats innemen zijn respectievelijk 'de groei van de onderneming versnellen' en de 'snelheid om over nieuwe middelen te beschikken'. Dit komt overeen met de bevinding uit het regressiemodel dat de langetermijnbankschulden gebruikt worden om de groei te financieren

wanneer autofinanciering en leverancierskrediet niet volstaan.

Over het belastingvoordeel via de aftrekbaarheid van interestlasten zijn de meningen verdeeld. Meer dan 25% van de antwoorden vinden we terug in de middelste categorie. We kunnen deze factor dan ook gemiddeld genomen beschouwen als een factor die niet doorslaggevend is doch die wel een extra bijkomend voordeel oplevert wanneer een onderneming haar toevlucht zoekt in bankschulden.

Tabel 5.32

Overzicht van factoren die een rol kunnen spelen bij de keuze voor schuldfinanciering.

	Erg van toepassing			Weinig van toepassing		Score*
Financieringsbronnen	5	4	3	2	1	
1. Belastingvoordeel via de aftrekbaarheid van interestlasten	44 21,5%	45 22%	56 27,3%	26 12,7%	34 16,6%	3,19
2. Groei van de onderneming versnellen	53 26%	53 26%	58 28,4%	25 12,3%	15 7,4%	3,51
3. Het bedrag van de investering.	76 37,1%	71 34,6%	41 20%	10 4,9%	7 3,4%	3,97
4. Onzekerheid over toekomstige winstgevendheid.	21 10,3%	42 20,6%	53 26%	42 20,6%	46 22,5%	2,75
5. Kans op financiële moeilijkheden.	30 14,6%	40 19,5%	62 30,2%	38 18,5%	35 17,1%	2,96
6. Mogelijke beperkingen opgelegd door de banken.	23 11,2%	31 15,1%	42 20,5%	50 24,4%	59 28,8%	2,56
7. Inmenging bank in het ondernemingsbeleid.	17 8,3%	25 12,2%	31 15,1%	51 24,9%	81 39,5%	2,25
8. Informatieverplichting.	4 2%	17 8,3%	50 24,4%	60 29,3%	74 36,1%	2,11
9. De aard van de investering.	56 27,3%	63 30,7%	57 27,8%	14 6,8%	15 7,3%	3,64
10 Snelheid om over nieuwe middelen te beschikken.	55 26,8%	60 29,3%	51 24,9%	22 10,7%	17 8,3%	3,56

* Gewogen gemiddelde score

De onzekerheid over de toekomstige winstgevendheid en de kans op financiële moeilijkheden blijken van

minder belang te zijn. Dit zijn eigenlijk twee factoren die eerder vanuit de aanbodszijde een invloed hebben op de hoeveelheid bankschulden omdat de bank deze factoren beoordeelt in haar kredietanalyse. De inmenging van de bank in het ondernemingsbeleid, de mogelijke beperkingen opgelegd door de banken en de informatieverplichting spelen blijkbaar een beperkte rol bij de keuze voor bankschulden.

5.7 Conclusies.

In dit hoofdstuk werden de geformuleerde hypothesen empirisch getoets. De statistische studie bestaat uit twee delen. In het eerste deel (de preliminaire studie) werd empirisch onderzocht welke financieringsstrategieën kleine industriële ondernemingen volgen door de samenhang van de actief- en passiefzijde van de balans te bestuderen met behulp van canonische correlatieanalyse. In het tweede deel werden de determinanten van de kapitaalstructur van kleine industriële ondernemingen onderzocht. Hiervoor werd een econometrisch model gecreëerd dat geschat werd met behulp van 3SLS.

De resultaten van de canonische correlatieanalyse suggereren dat de matchingstrategie één van de meest algemene financieringsstrategieën is die kleine industriële ondernemingen volgen, wat volledig in overeenstemming is met de bevindingen van vergelijkbare studies. Andere gevonden relaties die de vooropgestelde hypothesen ondersteunen zijn een negatief verband tussen de liquiditeiten en de kortetermijnbankschulden, een positief verband tussen de handelsdebiteuren en de leveranciers en een positief verband tussen de liquiditeiten en de eigen middelen. Deze laatste relatie werd verder geanalyseerd waarbij bleek dat vooral de geldbeleggingen een positieve relatie vertonen met de winstreserve. Uit dit resultaat leiden we af dat kleine ondernemingen in het kader van hun risicomanagement de winsten inhouden om hun eigen vermogen te versterken en tegelijkertijd deze middelen als liquiditeitsreserve aanhouden onder de vorm van geldbeleggingen.

Zoals verwacht blijkt onderpand een belangrijke rol te spelen bij het verkrijgen van bankkredieten. Dit blijkt uit de positieve relatie tussen de materiële vaste activa en de langetermijnbankschulden. Van de materiële vaste activa zijn vooral de gebouwen en terreinen sterk gecorreleerd met de langetermijnbankschulden. De positieve relatie met het materieel, machines en uitrusting is minder uitgesproken. Dit kan mogelijk verklaard worden door een hogere activaspecificiteit van deze laatste categorie vaste activa.

Kapitaal en de overige langetermijnschulden, worden vooral gebruikt om de oprichtingskosten, de immateriële en financiële vaste activa te financieren. De relatie met de immateriële vaste activa kan verklaard worden door het feit dat deze meestal geen onderpandswaarde hebben zodat hiervoor geen bankkredieten verkregen kunnen worden. De relatie met de financiële vaste activa kan verklaard worden vanuit een

matchingstrategie.

We kunnen uit deze resultaten besluiten dat kleine ondernemingen zich bij het nemen van financieringsbeslissingen vooral laten leiden door traditionele financieringsregels zoals de zogenaamde 'gulden balansregel'. De resultaten suggereren eveneens dat het financieel management in een kleine industriële onderneming sterk beheerst wordt door het risicomanagement. De belangrijkste indicaties hiervoor zijn het sterke streven naar het in overeenstemming brengen van de termijnstructuur van activa en passiva en het tegelijkertijd versterken van de liquiditeiten en het eigen vermogen. Verder vinden we in de resultaten van de canonische correlatieanalyse aanwijzingen dat financieringsbeslissingen in kleine ondernemingen vermoedelijk beïnvloed worden door kennis- en financieringsbeperkingen. Een vergelijking met de resultaten van een studie voor grote ondernemingen (Stowe e.a., 1980) geeft aan dat het merendeel van de hier gevonden relaties ook voor grote ondernemingen opgaat, wat de vraag doet rijzen of de theoretische verklaringen achter de getoetste hypothesen ook niet van toepassing zijn voor grote ondernemingen.

In het tweede deel van dit empirisch hoofdstuk werden een aantal van de hierboven onderzochte variabelen, samen met andere potentiële determinanten, empirisch getest met behulp van een econometrisch model. De resultaten uit dit econometrisch model kunnen als volgt samengevat worden (voor een samenvattend overzicht zie tabel 5.33).

Uit de regressievergelijkingen van de vraagzijde blijkt dat de determinanten groei, winstgevendheid en activastructuur als belangrijkste determinanten naar voor komen. De resultaten met betrekking tot de determinant activastructuur suggereren dat kleine industriële ondernemingen een matchingstrategie volgen, waarmee de resultaten van de canonische correlatieanalyse bevestigd worden. Uit de resultaten voor de determinanten groei en winstgevendheid leiden we af dat kleine ondernemingen zich bij het nemen van financieringsbeslissingen laten leiden door een pikorde in financieringsvoorkeuren. Het negatieve verband tussen de drie onderzochte schuldcategorieën en de winstgevendheid suggereert dat kleine ondernemingen vooreerst verkiezen te financieren met autofinanciering. Wanneer deze financieringsbron niet volstaat, zal men eerst prefereren een beroep te doen op leverancierskrediet en vervolgens op bankschulden waarbij het kaskrediet het minst geprefereerd wordt. De financieringsbron die de minste voorkeur geniet, is het extern eigen vermogen. Opmerkelijk hierbij is dat ook het leverancierskrediet met een hoge impliciete kostprijs zich vóór de bankschulden in de pikorde bevindt terwijl we zouden verwachten dat deze schuldcategorie na de bankschulden zou komen. Verklaringen voor dit onverwachte resultaat moeten we waarschijnlijk zoeken in de transactiekosten verbonden aan bankschulden, grote fluctuaties in de liquiditeit en commerciële motieven.

De beschreven pikorde komt vooral tot uiting in een situatie van groei. Uit de analyse van de determinant groei blijkt dat bij een hogere groeivoet autofinanciering niet meer volstaat zodat een beroep moet gedaan worden op externe financieringsbronnen waarbij de voorkeur eerst uitgaat naar leverancierskrediet en dan naar langetermijnbankkredieten. Uit de robuustheidsanalyse van de resultaten bleek dat de invloed van de groeivoet op de langetermijnbankschulden indirect van aard is via hogere investeringen in vaste activa die gefinancierd worden met langetermijnbankkredieten.

Zoals verwacht blijkt de begrensde rationaliteit een belangrijke rol te spelen bij de keuze van een financieringsbron. De resultaten suggereren dat naargelang een ondernemer de werkelijke kostprijs van leverancierskrediet kan inschatten, deze financieringsbron een andere plaats inneemt in de pikorde.

Uit de resultaten van de structurele vergelijking van het leverancierskrediet leiden we af dat kleine ondernemingen met een hoger aanbod van leverancierskrediet gemiddeld genomen daar ook gebruik van maken. Daarnaast blijken kleine ondernemingen met een sterkere machtspositie t.o.v. de leveranciers hiervan gebruik te maken om meer met leverancierskrediet te financieren.

In de aanbodsfunctie voor bankschulden vinden we geen significante resultaten voor de variabelen ervaring, opleiding, betrokkenheid van de accountant, duur van de relatie en het aantal banken waarbij men een kredietaanvraag indient. Deze bevindingen suggereren dat de morele kredietwaardigheid en een goede relatie slechts een ondergeschikte rol spelen bij het aanbod van bankschulden. Verder blijkt uit de resultaten dat het hebben van meer dan drie bankiers een negatieve invloed heeft op het aanbod van bankschulden. Waarschijnlijk is deze variabele een proxy voor een onderneming van mindere kwaliteit. Verder suggereren de resultaten, zoals verwacht, dat de terugbetalingscapaciteit een zeer belangrijke rol speelt bij het aanbod van bankschulden

Het streven naar een doelsolvabiliteitsratio blijkt voor iets meer dan de helft van de ondernemingen een bewust element van het financieel beleid te zijn. Ondernemingen die zich onder de doelratio bevinden blijken in het algemeen in de richting van het doel te evolueren.

Een bijkomende bevestiging van de resultaten werd bekomen via enkele surveyvragen. Hieruit blijkt dat rentabiliteitsgebonden doelstellingen in het algemeen het grootste gewicht krijgen in een multi-element-nutsfunctie. Waardemaximalisatie als doelstelling wordt in het algemeen als minst belangrijke doelstelling naar voor geschoven.

Wat betreft de voorkeur in financieringsbronnen vonden we quasi dezelfde resultaten als in de econometri-

Tabel 5.33
Samenvatting van de resultaten van het structureel model

	Variabele	Verwachte teken	Resultaat		Variabele	Verwachte teken	Resultaat
)LV	GROEI	H1a: -	-	VVLT	CF	H20: -	-
	CONTROLE	H2: +	(-)		MVA1	H7: +	+
	RISK	H5: +	-		MVA2	H8: +	+
	GROOTTE	controlevar.	(+)		GROOTTE	controlevar.	(-)
EV	CF xKENNISxKORTING	H20: -	-		RISK	H5: -	-
	(100-KORTING)xCF	H20: /	(-)		GROEI	H1: ?	+
	(1-KENNIS)xKORTINGxCF	H20: /	(-)	VV	ERVARING	H13b: +	(-)
	GROEI	H1b: +	+		ACCOUNT	H4: +	(+)
	CAPACITE	H17: -	(+)		RELATIE	H12: +	(+)
	LEVAANB	H14: +	+		CONCENTR	H12: -	+
	GROOTTE	controlevar.	(-)		BANK1	H12: -	(-)
	GROEP	controlevar.	(+)		BANK>3	H12: -	-
	KLANTEN	H18: +	+		BANKSHP2	H12: +	(+)
	VOORRAAD	H18-19:?	(+)		EV	H10: +	-
	MACHT	H15: +	+		GROEP	controlevar.	-
'VKT	CF	H20: -	-		CF	H11: +	+
	GROEI	H1c: +	(-)		OPLEID2, 3, 4, 5	H13a: +	(-)
	KLANTEN	H18-19: ?	(+)		PAND	H9: +	(+)
	VOORRAAD	H18-19: +	+		HYPOTH	H9: +	+
	GROOTTE	controlevar.	(+)				
	RISK	H5: -	(+)				

- Significant effect op een minimum significantieniveau van 10%, (+), (-) Niet significant op een minimum significantieniveau van 10%

sche studie : autofinanciering geniet de voorkeur, kort gevolgd door de langetermijnbankkredieten, het leverancierskrediet en de vaste voorschotten. Het kaskrediet en extern eigen vermogen genieten de minste voorkeur.

Verder werd nagegaan welke factoren een rol spelen bij de keuze voor bankschulden. Het bedrag en de aard van de investering komen hier als belangrijkste factoren naar voor. Verder blijken ook 'groei versnellen' en 'snelheid om over nieuwe middelen' te beschikken een belangrijke rol te spelen. De belangrijkste factor die vanuit de theorie naar voor wordt geschoven, namelijk de aftrekbaarheid van de interestlasten, blijkt in het algemeen wel mee te spelen doch slechts in een ondergeschikte rol.

Tot slot dient nog opgemerkt te worden dat onderzoek naar de financiering van ondernemingen best rekening houdt met de onderlinge afhankelijkheden tussen de diverse variabelen. De resultaten tonen duidelijk aan dat men door het gebruik van een multivariate techniek, hier canonische correlatieanalyse, een veel beter inzicht verkrijgt in de werkelijke relaties, dan wanneer men gebruik maakt van univariate technieken zoals bijvoorbeeld de Pearson-correlatiecoëfficiënten. Deze enkelvoudige correlatiecoefficienten geven eveneens een aantal verbanden weer tussen de actief- en passiefzijde van de balans doch deze verbanden komen veel duidelijker naar voor wanneer canonische correlatieanalyse gebruikt wordt omdat deze statistische techniek precies rekening houdt met de onderlinge afhankelijkheden tussen de variabelen. Het gebruik van de 3SLS-schattingstechniek om het structureel model te schatten moet ook in deze context gezien worden. Alhoewel de OLS-resultaten in het algemeen vergelijkbare conclusies opleveren is het gebruik van de 3SLS aangewezen omwille van econometrische, methodologische redenen (onverteken-de schatters, grotere efficiëntie). Daarnaast blijken ook hier de verbanden veel duidelijker naar voor te komen dan met het gebruik van de OLS-techniek, precies omdat 3SLS rekening houdt met de onderlinge afhankelijkheden van deze variabelen.

Hoofdstuk 6 : Praktijkvalidatie en discussie.

6.1 Inleiding.

Tijdens de opeenvolgende stadia van het onderzoeksproces werd telkens aandacht besteed aan de verschillende aspecten van het kwaliteitscriterium "validiteit". Zo werd bijvoorbeeld in het casestudy-onderzoek van hoofdstuk 3 onder andere gebruik gemaakt van "triangulatie van informatiebronnen" om de construct-validiteit te waarborgen.

Het laatste stadium van het onderzoeksproces omvat het formuleren van de conclusies op basis van de resultaten die bekomen werden in het econometrisch model. Ook in deze cruciale stap van het onderzoek is het belangrijk erover te waken dat de geformuleerde conclusies valide zijn, m.a.w. dat er geen foute conclusies worden getrokken op basis van de bekomen resultaten. Om tot juiste conclusies te komen is een toetsing aan, en een terugkoppeling naar de economische werkelijkheid van groot belang. Daarom wordt in dit hoofdstuk gestreefd naar praktijkvaliditeit of pragmatische validiteit (Kvale, 1989) van de conclusies.

Uit de schattingsresultaten van het econometrisch model blijkt dat niet alle variabelen het verwachte effect opleveren. Als onderzoeker staan we dan voor de belangrijke vraag of de onderliggende hypothese eenvoudigweg verworpen moet worden, of integendeel een aanzet is tot een nuancering en het in de juiste context plaatsen van de bekomen resultaten. Deze stap in het onderzoeksproces is erg belangrijk want in het casestudy-onderzoek van hoofdstuk 3 werden hypothesen geformuleerd die het resultaat waren van datgene wat in de praktijk werd vastgesteld. Wanneer we niet de vooropgestelde effecten vinden dan betekent dit, ofwel dat ondernemers of bankiers in de praktijk de "perceptie" hebben dat een bepaalde factor bepalend is voor de kapitaalstructuur terwijl dat in de realiteit niet zo is, ofwel dat de oorzaak gezocht moet worden in de specifieke kenmerken van de onderzochte steekproef wat dan weer belangrijk is in het kader van de externe validiteit. Smaling (1992, blz. 315) spreekt in dit opzicht over ecologische validiteit, "*waarbij men veelal nagaat voor welke situaties de resultaten wel en voor welke ze niet iets betekenen.*"

In kwalitatief onderzoek heeft de "bevestiging van de bevindingen" een belangrijke plaats verworven waarvoor een heel arsenaal instrumenten werd ontwikkeld (Miles en Huberman, 1994, blz. 262-280). In het kwantitatief onderzoek daarentegen wordt in het algemeen weinig of geen aandacht besteed aan deze stap in het onderzoeksproces. Nochtans biedt de "bevestiging van de bevindingen" als bijkomende stap in het onderzoeksproces na het kwantitatief onderzoek de mogelijkheid om een feedbackloop op te zetten van

empirisch naar theoretisch onderzoek zodat een permanent iteratief onderzoeksproces wordt gecreëerd (Boot en Cools, 1997). De resultaten van de kwantitatieve, empirische studie bieden een uitstekende basis om een discussie op te zetten die leidt tot een terugkoppeling naar, en een verbetering van het kwalitatieve theoretische onderzoek.

Om deze bijkomende stap in het onderzoeksproces te kunnen realiseren, werden de resultaten teruggekoppeld naar een aantal bevoorrechte getuigen uit de praktijk. Als bevoorrechte getuigen werden 3 bankiers, 6 ondernemers en 3 experten gekozen. Tijdens de interviews (van het type focused interview, zie hoofdstuk 3) werden de resultaten kort beschreven waarna de respondent zijn mening kon geven over de resultaten. Hierover werd dan een discussie gevoerd met de respondent. Alle interviews werden op band opgenomen en uitgeschreven. Het resultaat van deze interviews vormt de basis voor de bespreking van de discussietopics die in dit hoofdstuk worden behandeld.

De topics die aan bod komen in dit hoofdstuk zijn : het belang van de relatie met de bankier en de morele kredietwaardigheid (6.2), de rol van waarborgen en zekerheden (6.3), de financiering van groei (6.4), financieringsstrategieën en balansrelaties (6.5) en mogelijke substitutie-effecten tussen kortetermijnbankkredieten en leverancierskrediet (6.6). Telkens worden enkele algemene bedenkingen geformuleerd die afgeleid werden uit de informatie van de interviews. Deze bedenkingen bevatten nuanceringen of verklaringen van de statistische resultaten en zijn soms een aanzet tot verder onderzoek. Via de geformuleerde bedenkingen kunnen de statistische resultaten in de juiste context geplaatst worden.

6.2 Het belang van de relatie met de bankier en de morele kredietwaardigheid als determinaten van de aanbodszijde.

In het econometrisch model vonden we weinig betekenisvolle resultaten voor de variabelen : ervaring, opleiding en de duur van de relatie. Deze resultaten suggereren dat bankiers weinig belang hechten aan de relatie met de klant en de morele kredietwaardigheid. Nochtans zouden we op basis van de resultaten van het casestudy-onderzoek verwachten dat deze factoren wel degelijk een belangrijke rol zouden spelen. Vanuit de praktijkdiscussies omtrent dit resultaat kunnen de volgende bedenkingen geformuleerd worden:

- De persoon die achter een kredietaanvraag zit blijkt zeker niet onbelangrijk te zijn. Het blijkt integendeel één van de voornaamste elementen te zijn om door te gaan met de kredietaanvraag. In een kredietaanvraag zullen steeds kwalitatieve vragen opgenomen worden zoals bijvoorbeeld "Heeft die ondernemer al projecten gerealiseerd in die aard?", "Hoe lang is hij al bezig?", "Hoe is zijn personeel

uitgebouwd?"

- Een goede morele kredietwaardigheid blijkt een *noodzakelijke* voorwaarde te zijn, doch het is nog geen *voldoende* voorwaarde om een krediet te verkrijgen. De voldoende (en noodzakelijke) voorwaarde ligt in een aantal harde variabelen zoals de terugbetalingscapaciteit en de grootte van het eigen vermogen. Als de uiteindelijke kredietbeslissing wordt genomen, valt de bank terug op haar harde variabelen waarbij de morele kredietwaardigheid als tweede of derde factor beschouwd wordt. Het is immers primordiaal dat een onderneming haar krediet kan terugbetalen. Dit feit blijkt ook uit de tijdsbesteding van een kredietanalist. Een kredietanalist zal ongeveer 80% van zijn tijd bezig zijn met het analyseren van *kwantitatieve* gegevens.

- Hoe kleiner en jonger de onderneming, des te meer de morele kredietwaardigheid op de voorgrond treedt. Bij starters speelt vertrouwen, ervaring en opleiding een grotere rol dan bij reeds gevestigde ondernemingen. Dit feit is belangrijk in de zoektocht naar een verklaring voor de niet significante resultaten i.v.m. morele kredietwaardigheid en relatieaspecten van het econometrisch model. De ondernemingen uit onze steekproef zijn immers ondernemingen met een minimumomzet van 50 miljoen BEF. Deze ondernemingen zijn geen starters meer en hebben al iets bewezen in het verleden. De morele kredietwaardigheid is voor deze ondernemingen in het algemeen geen probleem. Indien we in de steekproef ook starters en ondernemingen met een omzet van 1 tot 50 miljoen BEF zouden opgenomen hebben dan zouden we waarschijnlijk wel significante resultaten hebben gevonden.

- Wanneer de factoren die determinerend zijn zoals de terugbetalingscapaciteit en het eigen vermogen op het randje zitten, dan gaan de factoren relatie, kennis en opleiding van de ondernemer een grotere rol spelen.

6.3 De rol van waarborgen en zekerheden bij de besluitvorming rond de financiële structuur.

In het econometrisch model vonden we een positief verband tussen de hypotheek en de bankschulden doch geen verband tussen het pand op het handelsfonds en de bankschulden wat suggereert dat deze onderpandsvorm van weinig belang is. In de literatuur werd in dit verband gesuggereerd dat de enige rol van het pand op het handelsfonds is : "voorkomen dat de onderneming in de toekomst bijkomende schulden aangaat". De praktijkdiscussie hieromtrent leverde de volgende bedenkingen op :

- Ondernemers blijken de perceptie te hebben dat de banken zich veel meer willen indekken dan strikt noodzakelijk is.

- Voor de bankiers is het belang van waarborgen de laatste jaren enorm toegenomen. Door de sterke concurrentie tussen de banken zijn de marges zo klein geworden dat banken genoodzaakt zijn om zich vaak volledig in te dekken tegen de risico's verbonden aan het krediet. De belangrijkste reden om een krediet te nemen blijkt te zijn : "zekerheid hebben over de terugbetaling in een scenario van faling". Een achterliggende reden blijkt het geven van een signaal aan een andere bankier om buiten te blijven. Doch dit tweede argument zal meer op de voorgrond treden als er meerdere jaren verlopen zijn en de onderneming haar kredietwaardigheid bewezen heeft. Het bewust nemen van waarborgen om klanten aan zich te binden gebeurt niet. Het is eerder een ex-post perceptie dan wel een a priori bewuste doelstelling. De sterke concurrentie zorgt er trouwens vaak voor dat banken niet meer waarborgen kunnen nemen dan strikt noodzakelijk.

- "Een signaal geven aan een andere bank om buiten te blijven" kan vanuit twee perspectieven bekeken worden. Ten eerste wil een bank vermijden dat een andere financiële instelling die nakomt, met de beste waarborgen gaat lopen. Als er iets misloopt wil de eerste bank ook als eerste tegemoetkoming krijgen. Pas in tweede instantie zal het commerciële motief "de klant aan zich binden" meespelen.

- De waarde van het pand op het handelsfonds in een scenario van faling is vaak erg beperkt. Het wordt dikwijls genomen als aanvulling op de hypotheek. Dit geeft een mogelijke verklaring voor het niet significante verband tussen het pand op het handelsfonds en de bankschulden in het econometrisch model.

6.4 Financiering van groei.

Uit de econometrische analyse bleek dat een onderneming die groeit in eerste instantie de groei zal financieren met leverancierskrediet, indien autofinanciering niet volstaat. De langetermijnbankschulden blijken ook te stijgen ten gevolge van de toegenomen investeringen. We vinden echter geen verband tussen de groei en de kortetermijnbankschulden terwijl we dat wel zouden verwachten op basis van de bevindingen van het casestudy-onderzoek. De praktijkdiscussies over dit gevonden financieringspatroon voor de groei leverden de volgende bedenkingen op:

- Het financieringspatroon dat we vinden voor groeiende ondernemingen is niet altijd het gevolg van een "keuze". Het is ook in zekere zin een volgorde van "gemak". Autofinanciering geniet de meeste voorkeur omdat voor deze financieringsbron niets moet gedaan worden. Er moet niet onderhandeld worden, er moet geen aanvraag indiend worden. Wanneer de autofinanciering niet volstaat, proberen

ondernemers de groei in eerste instantie af te wentelen op de leveranciers. Hiervoor bestaan verschillende oorzaken. Ten eerste bestaat een algemene perceptie dat het een goedkoop krediet is. Ten tweede kunnen betalingstermijnen vaak soepel uitgerokken worden indien men niet de nodige liquiditeiten heeft om te betalen. Een bank blijkt zich minder soepel op te stellen dan de leveranciers wanneer een onderneming zich niet aan de betalingsafspraken houdt. Ten derde vraagt een leverancier geen waarborgen in tegenstelling tot een bank. Bijkomende bankkredieten vragen immers onderhandeling met de bank waarbij deze vaak extra eisen stelt zoals streefratio's en bijkomende borgstellingen. Deze factoren kunnen een verklaring bieden voor het feit dat kleine ondernemingen geen beroep blijken te doen op kortetermijnbankschulden om de groei te financieren.

- Groei speelt zich af aan beide zijden van de balans. Meer investeringen zullen leiden tot meer langetermijnbankkredieten. Een stijging van de klantenvorderingen zal samenhangen met een stijging in de leverancierssschulden. Een stijging in de voorraden zal men eerst proberen op te vangen door de liquiditeitspositie of de cash flow. In een industriële onderneming blijkt de liquiditeitspositie heel belangrijk te zijn. Men zit hier dikwijls met zware investeringsprogramma's die voor 100% gefinancierd worden. De rest probeert men te betalen vanuit de cash flow. Dit kan een verklaring bieden voor het feit dat er in het algemeen weinig gewerkt wordt met kortetermijnkredieten in een kleine industriële onderneming. Bovendien liggen de voorraden in het algemeen lager in een industriële onderneming in vergelijking met een handelsonderneming. Groeiende industriële ondernemingen financieren zich anders omdat het vertrekpunt van de groei anders is. Het vertrekpunt bij deze ondernemingen is de initiële investering. Bij een handelsonderneming is het vertrekpunt de omzetgroei waardoor meer handelsgoederen moeten aangekocht worden.

- Een mogelijke verklaring voor het beperkte belang van de kortetermijnbankschulden in de financiering van de groei kan gevonden worden bij de factoring. We hebben hier geen precieze gegevens over doch de mogelijkheid bestaat dat groeiers sneller een beroep doen op een factormaatschappij. Deze maatschappijen helpen dan de groei financieren. Mogelijk blijken bepaalde relaties niet uit de jaarrekening omdat de klantenportefeuille werd verkocht aan een factormaatschappij. In verder onderzoek zou de rol van factoring in de financiering van groei kunnen geanalyseerd worden.

- Wanneer een kleine onderneming groeit, worden de bedragen van de transacties met de leveranciers groter. Vaak kan de groeiende onderneming hierdoor langere betalingstermijnen afdwingen wat een bijkomend positief effect heeft op het belang van leverancierskrediet als financieringsbron voor de groei.

6.5 Financieringsstrategieën en balansrelaties.

Twee opmerkelijke verbanden die naar voor komen in de statistische studies zijn het positief verband tussen de handelsdebiteuren en de leveranciers en het positief verband tussen de voorraden en de kortetermijnbankschulden. De discussies met de bevoorrechte getuigen leverden de volgende bedenkingen op :

Vanuit het standpunt van de kleine onderneming als klant :

- Kleine ondernemingen proberen de betalingstermijnen tussen de handelsdebiteuren en de leveranciers op elkaar af te stemmen. Dit gebeurt vaak heel concreet door in de onderhandelingen met de leveranciers te verwijzen naar de betalingstermijnen die de klanten krijgen. Doch het welslagen van deze financieringsstrategie hangt in grote mate af van de machtspositie van de leveranciers. Een leverancier, die een product levert dat op verschillende plaatsen kan aangekocht worden, kan moeilijk korte betalingstermijnen opleggen aan zijn klanten. Een leverancier die een vrij exclusief product levert kan meestal wel korte betalingstermijnen opleggen die zeer strikt moeten gerespecteerd worden omdat anders de leveringen worden stopgezet.

- De betalingen van de leveranciers hangen in grote mate af van de liquiditeitspositie van de onderneming. Vaak is de liquiditeitspositie niet toereikend zodat kleine ondernemingen in de praktijk wachten met betalen tot de klanten betaald hebben. Zolang dit binnen de perken blijft gaan de leveranciers hiermee akkoord.

- De beperkte liquiditeitspositie zet vele kleine ondernemingen ertoe aan om een actieve debiteuren- en crediteurenpolitiek te volgen die sterk op elkaar afgestemd zijn. Indien men grote betalingen in het vooruitzicht heeft worden de klanten vóór het verstrijken van de betalingstermijn actief aangespoord om op tijd te betalen. Leveranciers worden gecontacteerd vóór het verstrijken van de betalingstermijn om te melden dat de betaling enkele dagen op zich zal laten wachten. Ondernemers trachten in het algemeen te vermijden bankkredieten te gebruiken om leveranciers te betalen omdat (a) men geen kortlopende bankkredieten beschikbaar heeft of (b) volgens hun waarneming een krediet geld kost in vergelijking met het leverancierskrediet. Enkel in extreme gevallen zal een beroep worden gedaan op kortetermijnbankkredieten. De sterke afstemming tussen debiteuren en crediteuren verklaart grotendeels het gevonden positieve verband tussen de handelsdebiteuren en de leveranciers.

- Uit het in het vorige punt beschreven positieve verband tussen de handelsdebiteuren en de leveranciers vloeit een positief verband tussen de voorraden en de kortetermijnbankschulden voort. De voorraden of een deel ervan zijn vaak het "saldo" aan de actiefzijde waarvoor bijkomende financiering nodig is.

Hiervoor wordt dan noodgedwongen een beroep gedaan op de kortetermijnbankschulden.

Vanuit het standpunt van de kleine onderneming als leverancier:

- Een kleine onderneming die wil leveren binnen een bepaalde sector is meestal gebonden aan de normale betalingsvoorwaarden in die sector.

- Naast de sector speelt ook de machtspositie van de klant een grote rol bij het vastleggen van de betalingsvoorwaarden. Zo zal wie wil leveren aan een groot concern, de betalingsvoorwaarden van dat concern moeten aanvaarden. Kleine ondernemingen proberen in de mate van het mogelijke rekening te houden met grote opgelegde kortingen bij de prijsbepaling. Voor de binnenlandse markt blijkt dit meestal niet mogelijk. Voor buitenlandse markten daarentegen blijkt dit vaak wel mogelijk te zijn. De bepalende factor hierin is de nettoprijs ten opzichte van de prijs van de concurrentie.

- De exclusiviteit van het product bepaalt mede de machtspositie van de leverancier (cfr. de kleine onderneming als klant)

- Een goede commerciële relatie met de klant is een derde determinerende factor. Het vertrouwen speelt hierin een centrale rol. Als het vertrouwen er niet is, zal men enkel leveren tegen contante betaling. Naarmate een goede relatie wordt opgebouwd, is men soepeler in het verlenen van krediettermijnen.

- Kleine ondernemingen hebben de perceptie dat zonder een goede debiteurenopvolging het aantal klanten dat op tijd betaalt vrij laag is. Daarom werkt men in de mate van het mogelijke aan een goede debiteurenopvolging. Daarnaast blijkt er een tendens te zijn naar een groter gebruik van de kredietverzekering.

De resultaten uit het econometrisch model geven enkel een positief verband weer tussen de materiële vaste activa en de langetermijnbankschulden terwijl we ook een positief verband met het eigen vermogen zouden verwachten. Hierover worden de volgende bedenkingen geformuleerd :

- Voor de gebouwen en terreinen bestaat er een automatische "reflex" deze activa te financieren met langetermijnbankschulden. De reden hiervoor is de behoudsgezindheid van de ondernemer en een veiligheidsmotief. De afschrijvingen zijn gespreid over een langere periode. Het terugverdienen van de investeringen via de afschrijvingen wordt dan ook gespreid over een langere periode. Zo worden de liquide middelen niet opgebruikt met het risico dat de volgende maanden een tekort optreedt. Lang-

etermijnbankschulden kunnen als een middel beschouwd worden om zekerheid te hebben over toekomstige uitgaven.

- Een investering gaat meestal ook gepaard met een uitbreiding van de stocks en de handelsdebiteuren. Om deze te financieren willen ondernemers een "spaarpotje" achter de hand houden. De eigen middelen geven wat speelruimte om eventuele problemen op te vangen (=veiligheidsmotief).

- De verwachte evolutie van de rente kan ook een belangrijke verklaring bieden. Er zijn de voorbije jaren vele investeringen gefinancierd met langetermijnbankkredieten in de optiek van : "de rente gaat nooit lager worden". Dit argument zou vooral spelen voor de andere materiële vaste activa buiten de terreinen en gebouwen. Mogelijk zouden de statistische resultaten een ander beeld hebben gegeven indien een steekproef van de jaren '80 was gebruikt.

- Voor materiële vaste activa kan men vrij gemakkelijk leningen verkrijgen omdat hier waarborgen tegenover staan.

6.6 Kortetermijnbankkredieten en leverancierskrediet : substituten?

Kortetermijnbankkredieten en leverancierskrediet blijken volgens de resultaten van de statistische studie geen substituten te zijn terwijl we dat rationeel gezien onder bepaalde omstandigheden zouden verwachten. Eén van de voornaamste redenen hiervoor blijkt de onwetendheid van de ondernemer over de impliciete kostprijs van leverancierskrediet te zijn. Leverancierskrediet wordt dan ook vaak ten onrechte als goedkoper beschouwd dan kortetermijnbankkredieten. Doch dit blijkt niet de enige reden te zijn omdat we ook geen substitutie-effect tussen leverancierskrediet en kortetermijnbankkredieten vinden voor de ondernemingen waarvan de ondernemer wel de impliciete kostpijs kent. Uit de praktijkdiscussies kunnen hieromtrent de volgende bedenkingen geformuleerd worden :

- De beschikbare kredietlijnen zijn vaak niet toereikend. Daarnaast zal een ondernemer meestal een buffer willen behouden binnen de kredietlijn. Een kredietlijn die continu volledig gebruikt is, is een knipperlicht voor de bank. Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat kleine ondernemingen hun liquiditeitsplan veel minder nauwkeurig kunnen volgen waardoor ze een substantieel grotere marge in hun kredietlijnen wensen in te bouwen in vergelijking met grote ondernemingen. Dit zou verklaren waarom ondernemingen, waarvan de ondernemer de impliciete kostprijs kent en die nog beschikbare kredietlijnen hebben, toch geen gebruik maken van de korting voor contante betaling.

- Het uitbreiden van de kredietlijnen wordt meestal niet overwogen omdat er mogelijk transactiekosten bij komen kijken indien de bank extra waarborgen zou vragen. Ondernemers hebben de perceptie dat deze waarborgen zullen gevraagd worden. De gevraagde waarborgen blijken vaak het struikelpunt te zijn om niet voor bankkredieten te kiezen. Het leverancierskrediet daarentegen is een gemakkelijk krediet waar niets moet voor gedaan worden.

- Er wordt een constante nagestreefd in de betalingspolitiek. Regelmaat blijkt een geruststellende factor te zijn in de relatie met de leveranciers. Wanneer de betalingspolitiek plotseling wijzigt, dan komt dit als een negatief signaal over bij de leveranciers.

- Mogelijk schrikken ondernemers er ook voor terug contant te betalen omdat ze dan geen verhaal meer hebben ten opzichte van de leveranciers. Geld achterhouden blijkt vaak een efficiënt drukkingsmiddel te zijn om leveranciers te laten leveren wat gevraagd is.

6.7 Conclusies.

Wanneer we de gemiddelde cijfers van de componenten van de kapitaalstructuur van de ondernemingen in de steekproef bestuderen, dan merken we enkele opmerkelijke feiten op. Het leverancierskrediet blijkt een zeer belangrijke financieringsbron te zijn voor kleine industriële ondernemingen. Daarnaast valt op dat deze ondernemingen wel een beroep doen op langetermijnbankschulden doch slechts in zeer beperkte mate op kortetermijnbankschulden. Mogelijke verklaringen voor deze gemiddelde cijfers kunnen gevonden worden in de bedenkingen uit de praktijk over de hierboven beschreven discussietopics.

Uit de discussies blijkt dat de activastructuur een belangrijke bepalende factor is voor de kapitaalstructuur. De investeringen in materiële vaste activa worden overwegend gefinancierd door langetermijnbankschulden omdat (a) ondernemers een automatisch verband blijken te leggen tussen deze investerings- en financieringsvorm, (b) de onderneming een grotere zekerheid verkrijgt over de toekomstige uitgaven (=veiligheidsmotief), (c) de rente historisch zeer laag staat, en (d) deze kredietvorm relatief gemakkelijk kan verkregen worden omdat er waarborgen tegenover staan. Het positieve verband tussen de leveranciers en de handelsdebiteuren blijkt voort te komen uit het feit dat de betaling van de leveranciers vaak afhangt van de betalingen door de klanten. Hieruit vloeit de positieve relatie tussen de voorraden en de kortetermijnbankschulden voort. De voorraden of een deel ervan zijn vaak het "saldo" aan de actiefzijde waarvoor kortetermijnbankschulden worden gebruikt.

Leverancierskrediet geniet als kortetermijnfinancieringsbron sterk de voorkeur op de kortetermijnbankkredieten. Hiervoor kunnen verschillende oorzaken naar voor geschoven worden. Ten eerste wordt leverancierskrediet als een gemakkelijk krediet beschouwd waar weinig voorwaarden aan verbonden zijn en dat gemakkelijk kan "uitgerekt" worden zonder zware consequenties. Ten tweede wordt het meest gebruikte kortetermijnkrediet, nl. kaskrediet, als duur waargenomen. Daarnaast blijken ondernemers de perceptie te hebben dat banken bij een uitbreiding van de kredietlijnen bijkomende voorwaarden zullen vragen zoals extra waarborgen. Ten derde wordt leverancierskrediet vaak ten onrechte als een goedkope kredietvorm beschouwd door de onwetendheid van de ondernemer. Zelfs indien de ondernemer de impliciete kostprijs van leverancierskrediet kan inschatten, blijken er een aantal factoren te bestaan die zwaarder doorwegen dan de hoge impliciete kostprijs zodat er geen substitutie-effect optreedt tussen leverancierskrediet en kortetermijnbankschulden. Deze factoren blijken te zijn : (a) ontoereikende kredietlijnen die men omwille van bijkomende voorwaarden zoals waarborgen niet wil uitbreiden (transactiekostenmotief), (b) de buffer die men wil behouden binnen de kredietlijn, (c) de constante die wordt nagestreefd in de betalingspolitiek, (d) geld achterhouden om de leveranciers te laten leveren wat gevraagd is.

De beperkte financiële kennis van de ondernemer blijkt een belangrijke rol te spelen in het besluitvormingsproces i.v.m. de financiering. In een rationeel besluitvormingsproces zouden we verwachten dat men eerst uitgaat van de financieringsbehoeften waarna de verschillende alternatieve financieringsmogelijkheden tegen elkaar afgewogen worden, waarbij de kostprijs en de verschillende randvoorwaarden geëvalueerd zullen worden, om zo te komen tot het beste alternatief. De beperkte financiële kennis van de ondernemer en de (bevooroordeelde) houdingen tegenover de verschillende financieringsbronnen leiden niet tot een rationeel beslissingsproces. Bij de verklaring van de kapitaalstructuur van kleine ondernemingen mag men niet uitgaan van dit rationeel beslissingsproces maar zou men sterk rekening moeten houden met de kennis, de motivaties, houdingen en opvattingen van de ondernemer.

Algemene conclusies.

In dit proefschrift werd gezocht naar een antwoord op de vraag hoe kleine (industriële) ondernemingen hun kapitaalstructuur kiezen. Het onderzoeksproces dat gevolgd werd bestond uit een constante wisselwerking tussen theorie en de verschillende (theoretische en empirische) onderzoeksacties (figuur 1.1).

Eerst werd onderzocht in welke mate de moderne theorie van de kapitaalstructuur een antwoord kan geven op de onderzoeksvraag (hoofdstuk 2). Achtereenvolgens werden de traditionele benadering, de Modigliani-Miller stellingen, de faillissementskostentheorie, de agentschapskostentheorie, de pikordetheorie, de transactiekostenbenadering, de onvolledige contractenbenadering, de theorie van de belangenpartijen en een organisationele theorie van de kapitaalstructuur besproken en getoetst aan hun relevantie om de financieringskeuzes van kleine ondernemingen te helpen verklaren. Uit deze discussie blijkt dat het merendeel van de ontwikkelingen binnen de moderne theorie van de kapitaalstructuur weinig verklarende waarde bezit wanneer het de kapitaalstructuur van kleine ondernemingen betreft. De reden hiervoor moet gezocht worden in de algemene veronderstellingen van deze theorieën, die niet blijken overeen te komen met de "realiteit van de kleine onderneming". Verschillende vragen blijven onbeantwoord, zoals de mate waarin de verwachtingen, motivaties en opvattingen van de ondernemer, de diverse belangenpartijen en de financieel-economische context een rol spelen bij de financieringskeuze. Nieuwe theorievorming is derhalve nodig die uitgaat van de specifieke kenmerken van een kleine onderneming.

Daarom werd getracht een bijdrage te leveren tot de theorieontwikkeling in het domein van de kapitaalstructuur van kleine ondernemingen, in de vorm van een midrange theorie (hoofdstuk 3). Gezien het belang van de context en de persoon van de ondernemer, werd vooreerst gekozen om een theoretisch onderzoek te doen met behulp van de casestudymethode. Het vertrekpunt van de analyse was de ondernemer. Hij is de centrale persoon die de financieringsbeslissingen neemt, zodat het belangrijk is zijn opvattingen, motivaties en verwachtingen te onderzoeken als verklarende factoren. Naast de ondernemer werd de rol van verschillende belangenpartijen geanalyseerd, waarbij de aandacht vooral uitging naar de primaire belangenpartijen nl. de leveranciers en de banken. De ontwikkelde midrange theorie werd vertaald in een aantal hypothesen die vervolgens empirisch werden getoetst (hoofdstuk 5). Tenslotte werden de bevindingen van het onderzoek onderworpen aan een praktijkvalidatie (hoofdstuk 6).

Het onderzoek toont aan dat een ondernemer zich niet enkel laat leiden door waardemaximalisatie als enige doelstelling, maar dat hij een multi-elementaire financiële nutsfunctie nastreeft die gedomineerd wordt door rendementsgebonden doelstellingen. Hieruit leiden we af dat het kortetermijndenken (rentabi-

liteitsmaximalisatie) primeert op het langetermijndenken (waardemaximalisatie). Tegelijkertijd werden sterke aanwijzingen gevonden dat begrensde rationaliteit een belangrijke dimensie is van deze financiële nutsfunctie. De mate van rationaliteit waarmee de ondernemer beslissingen neemt, is afhankelijk van zijn opleidingsniveau en in mindere mate van zijn ervaring. Begrensde rationaliteit leidt ertoe dat de ondernemer de financieringsbron zal kiezen die volgens zijn waarneming het goedkoopst is.

Algemeen kan gesteld worden dat ondernemers zich laten leiden door drie samenhangende "strategieën", nl. een matchingstrategie (determinant activastructuur), een pikorde in financieringsvoorkeur (determinant winstgevendheid en groei) en het streven naar een doelsolvabiliteitsratio. De onderliggende drijfveren voor deze strategieën zijn het risicomanagement, het streven naar het behoud van de controle en kostprijsoverwegingen. Gelet op de begrensde rationaliteit moet deze laatste drijfveer beschouwd worden als de *waargenomen* kostprijs. Een voorstelling van de financieringsbeslissing van de ondernemer vinden we in figuur 3.2.

Het onderzoek brengt tevens aan het licht dat de matchingstrategie één van de meest algemene financieringsstrategieën is die kleine industriële ondernemingen volgen : ze brengen de looptijd van de passiva in overeenstemming met de looptijd van de activa. Dit wijst erop dat de activastructuur een belangrijke determinant is van de kapitaalstructuur. Dit blijkt uit de hierna volgende verbanden.

De handelsdebiteuren worden vooral gefinancierd door de leveranciers. Kleine ondernemingen proberen in de mate van het mogelijke te wachten met de betaling van de leveranciers totdat de klanten betaald hebben. Een goede debiteurenopvolging is daarom noodzakelijk. Daarnaast is er een tendens waar te nemen naar een groter gebruik van de kredietverzekering. De betalingsvoorwaarden zijn vooral afhankelijk van de sector, de machtspositie ten opzichte van de leverancier en een goede commerciële relatie met de leveranciers.

De kortetermijnbankschulden[1] worden voornamelijk gebruikt om de voorraden te financieren. De voorraden of een deel ervan zijn vaak het "saldo" aan de actiefzijde waarvoor bijkomende financiering nodig is. Hiervoor wordt een beroep gedaan op kortetermijnbankschulden.

Leverancierskrediet en kortetermijnbankkredieten blijken in het algemeen geen substituten te zijn. Eén van de voornaamste redenen hiervoor is de onwetendheid van de ondernemer over de impliciete kostprijs van leverancierskrediet te zijn. Leverancierskrediet wordt dan ook vaak ten onrechte als goedkoper

[1] Een verdere opsplitsing kon niet gemaakt worden omdat deze gegevens niet terug te vinden zijn in de jaarrekening.

beschouwd dan bankkredieten. Andere redenen zijn : het willen behouden van een buffer binnen de kredietlijn, het streven naar een constante binnen de betalingspolitiek en wachten met betalen als drukkingsmiddel om de leveranciers te laten leveren wat gevraagd is. Daarnaast wordt het uitbreiden van de kredietlijnen niet overwogen omwille van de mogelijke extra waarborgen die de banken kunnen vragen.

Kleine ondernemingen zijn geneigd om in het kader van hun risicomanagement de winsten in te houden om hun eigen vermogen te versterken en tegelijkertijd deze middelen als liquiditeitsreserve aan te houden onder de vorm van geldbeleggingen.

Omdat financieringsbeperkingen een niet onbelangrijke invloed hebben op de financieringskeuze van een kleine onderneming werden ook banken in het onderzoek betrokken om de elementen te kunnen bepalen die een invloed hebben op de schuldgraad vanuit een aanbodstandpunt. De factoren die een invloed hebben vanuit de aanbodszijde kunnen onderverdeeld worden in : (a) aspecten van de morele kredietwaardigheid en de relatie met de bankier, (b) de terugbetalingscapaciteit, (c) de financiële sterkte, (d) de toekomstige rentabiliteit van de onderneming voor de bank en (e) de waarborgen.

De terugbetalingscapaciteit is de belangrijkste variabele. Hoe kleiner en jonger de onderneming, des te meer de morele kredietwaardigheid op de voorgrond treedt. Ook een goede relatie met de bankier is van grote invloed. Het blijkt optimaal te zijn met twee à drie banken samen te werken die dan telkens tegen elkaar worden uitgespeeld. Met meer dan drie banken samenwerken is nadelig voor het verkrijgen van kredieten. Wanneer een kleine onderneming slechts met één bank werkt, is dit mogelijk nadelig voor de voorwaarden waartegen kredieten kunnen verkregen worden.

Zoals verwacht speelt onderpand, en dan vooral de hypotheek, een belangrijke rol bij het verkrijgen van bankkredieten. Dit blijkt uit de positieve relatie tussen de materiële vaste activa en de langetermijnbankschulden. Van de materiële vaste activa zijn vooral de gebouwen en terreinen sterk gecorreleerd met de langetermijnbankschulden. De positieve relatie met het materieel, machines en uitrusting is minder uitgesproken. Kapitaal en de overige langetermijnschulden, worden vooral gebruikt om de oprichtingskosten, de immateriële en financiële vaste activa te financieren. De relatie met de immateriële vaste activa kan verklaard worden door het feit dat deze meestal geen onderpandswaarde hebben zodat hiervoor moeilijker bankkredieten verkregen kunnen worden.

Voor de banken is het belang van waarborgen de laatste jaren enorm toegenomen. Door de sterke concurrentie tussen de banken zijn de marges dermate klein geworden dat banken genoodzaakt zijn om zich vaak volledig in te dekken tegen risico's verbonden aan het krediet. Nochtans gaan de banken hierin vaak te ver

wanneer zij een solidaire borgstelling vragen. Een dergelijke zware borgstelling is vanuit een theoretisch standpunt niet nodig. Als intentie-effect is het persoonlijk onderpand voldoende krachtig. Een solidaire borgstelling met als argument het recupereren van krediet mist vaak het beoogde doel, want indien de onderneming failliet gaat, waarbij ook de persoonlijke bezittingen van de ondernemer worden geliquideerd, weegt datgene wat nog gerecupereerd kan worden na de liquidatie meestal niet op tegen de kosten die hiervoor moeten gemaakt worden. Daarom kan gesteld worden dat ondernemers wel persoonlijk onderpand mogen geven doch een solidaire borgstelling zou moeten vermeden worden omdat dit een onnodige zware borgstelling is.

Naast het matchingprincipe laten kleine ondernemingen zich vaak leiden door een pikorde in financieringsvoorkeuren. De financieringsbron die als goedkoopste wordt waargenomen en de meeste voorkeur geniet is autofinanciering. Naast het kostprijsmotief speelt ook het behoud van de controle over de onderneming een rol. Het feit dat autofinanciering als goedkoop wordt waargenomen geeft een indicatie dat kleine ondernemingen vaak geen rekening houden met de opportuniteitskost van het eigen vermogen. Wanneer deze financieringsbron niet volstaat zal men vervolgens prefereren een beroep te doen op leverancierskrediet. Opmerkelijk hierbij is dat ook het leverancierskrediet met een hoge impliciete kostprijs zich vóór de kortetermijnbankschulden in de pikorde bevindt, terwijl we zouden verwachten dat deze schuldcategorie na deze categorie van bankschulden zou komen. Een verklaring voor dit onverwachte resultaat moet waarschijnlijk gezocht worden in de transactiekosten die verbonden zijn aan bankschulden, grote fluctuaties in de liquiditeit en commerciële motieven. Na het leverancierskrediet vinden we de bankschulden in de pikorde. Vooreerst komen de langetermijnbankkredieten die op ongeveer gelijke hoogte staan van het leverancierskrediet. Vervolgens vinden we de vaste voorschotten. Het kaskrediet wordt als duur waargenomen en geniet binnen de bankschulden de minste voorkeur. De financieringsbron die de minste voorkeur geniet is het extern eigen vermogen. De beschreven pikorde komt vooral tot uiting in een situatie van groei.

De matchingstrategie en de pikorde in financieringsvoorkeur kunnen niet los gezien worden van elkaar. Via de investeringsbeslissing zal de aard van het te financieren activum al een eerste selectie in de mogelijke financieringsbronnen met zich meebrengen (matching). Vervolgens zal de pikorde in financieringsvoorkeur bepalen welke financieringsbeslissing de ondernemer uiteindelijk zal willen nemen. Omgekeerd mag de pikorde niet geïsoleerd beschouwd worden, zonder de aard en het bedrag van het te financieren activum mee te beschouwen (figuur 3.2).

Het streven naar een doelsolvabiliteitsratio is voor iets meer dan de helft van de ondernemingen in de steekproef een bewust element van het financieel beleid. Wanneer een onderneming zich beneden de

doelratio bevindt, zal zij ernaar streven de solvabiliteit te verbeteren. Dit streven is in overeenstemming met de pikorde in financieringsvoorkeur : kleine ondernemingen gebruiken eerst autofinanciering om hun doel te bereiken. Meestal zal geen extern kapitaal gebruikt worden om het gewenste doel te halen. Daarom dat door de vaak beperkte mogelijkheden om autofinanciering aan te wenden de aanpassing naar het doel traag verloopt.

Vanuit de onderzoeksresultaten kunnen de volgende bijkomende bedenkingen geformuleerd worden. Begrensde rationaliteit vormt in vele kleine ondernemingen een ernstig probleem voor de financiële besluitvorming, gezien het feit dat ondernemers in het algemeen weinig financiële bevoegdheden delegeren. Financiële raadgevers zouden dit probleem gedeeltelijk kunnen helpen oplossen. Kleine ondernemingen blijken hiervoor een beroep te doen op hun bankier of accountant. Hierbij kunnen enkele bedenkingen geformuleerd worden. Ten eerste, hebben bankiers hun eigen doelstellingen en die komen niet noodzakelijk overeen met die van de kleine onderneming, hetgeen duidelijk invloed heeft op de kredieten die voorgesteld worden. Ten tweede, suggereren de gegevens dat de consultant een belangrijke rol speelt in het realiseren van het groeipotentieel van een onderneming, terwijl die rol blijkbaar niet weggelegd is voor de accountant. Dit roept de vraag op of de accountant wel berekend is op de taak van financieel raadgever. Mogelijk bestaat er hier een ernstig knelpunt.

Hier ligt volgens ons een belangrijke taak weggelegd voor de overheid. Zij kan hierbij twee opties overwegen : ofwel kan de overheid het takenpakket en de opleiding van de accountant meer toespitsen op adviesverlening voor kleine ondernemingen, ofwel kan de overheid het beroep van consultant officieel erkennen en onderbrengen in een bestaand of nieuw op te richten instituut. Verder zou ook de subsidieregeling voor het subsidiëren van adviesverlening verder uitgebreid kunnen worden. Hiermee zou de openheid van de ondernemer ten opzichte van de consultant bevorderd kunnen worden.

Wat betreft de bankier als kredietadviseur moet de ondernemer goed beseffen dat hij best op voorhand nagaat, met behulp van de consultant, welke de meest aangewezen kredietvormen zijn voor de diverse kredietbehoeften zodat hij goed voorbereid naar de bankier kan stappen.

Suggesties voor verder onderzoek.

Zoals voorheen al werd vermeld, kan het casestudy-onderzoek verder uitgebreid worden met andere ondernemingen, om zo bijkomende verbanden te ontdekken en de verbanden van deze studie al of niet te bevestigen. Deze studie bestudeert de industriële kleine ondernemingen zeer breed. Verder onderzoek zou zich onder meer kunnen toespitsen op een specifieke categorie binnen de kleine ondernemingen zoals

bijvoorbeeld de groeiers of de starters. Daarnaast zou het interessant zijn om het onderzoek uit te breiden naar handelsondernemingen.

In deze studie kon een aantal verbanden en vaststellingen moeilijk verklaard worden. Een mogelijke verklaring hiervoor ligt in het feit dat geen rekening werd gehouden met factoring. Daarom zou het interessant zijn om te onderzoeken welke rol factoring speelt in de financiering van (groeiende) industriële kleine ondernemingen.

Naast de vraagzijde van bankschulden werd ook de aanbodzijde bestudeerd. Dit resulteerde in een reeks verklarende variabelen die werd opgenomen in het statistisch model. De aanbodzijde van bankschulden voor kleine ondernemingen zou in een vervolgonderzoek verder uitgediept kunnen worden. Hierbij zou vooral aandacht besteed kunnen worden aan verschillende elementen die meespelen in het kredietverleningsproces, zoals : welke zijn de determinanten voor het nemen van bedrijfsonderpand en voor persoonlijk onderpand? Welke rol kan een goede relatie spelen bij het verkrijgen van kredieten en de prijszetting van kredieten?

In het onderzoek hebben we zowel familiale als niet-familiale ondernemingen betrokken. In het casestudy-onderzoek vinden we weinig aanwijzingen dat deze factor effectief een invloed heeft op de kapitaalstructuur. Nochtans zijn er redenen om aan te nemen dat deze factor wel degelijk een invloed heeft. Vervolgonderzoek zou hierin meer duidelijkheid kunnen brengen.

Een opvallende vaststelling is dat heel wat resultaten in grote mate overeenkomen met de resultaten van empirische studies die de kapitaalstructuur van grote ondernemingen bestudeerden. Zo blijken de balansrelaties van Stowe e.a. (1980) sterk overeen te komen met die van onze empirische studie. Daarnaast blijken determinanten als activastructuur, groei en winstgevendheid eveneens belangrijke determinanten van de kapitaalstructuur van grote ondernemingen te zijn. Deze determinanten zijn dus niet nieuw. De verklaringen achter deze determinanten bevatten wel verschillende nieuwe elementen. Dit doet de vraag rijzen of heel wat verklaringen voor het financieringsgedrag van kleine ondernemingen die we vonden in de midrange theorie zoals de begrensde rationaliteit en een multi-elementaire nutsfunctie, ook niet van toepassing zijn voor grote ondernemingen. De creatie van midrange theorieën met behulp van casestudy-onderzoek voor grote ondernemingen kan hier meer duidelijkheid brengen. In de zoektocht naar een allesomvattende theorie voor de verklaring van de kapitaalstructuur is het aangewezen eerst de onderzoeksinspanningen te concentreren op midrange theorieën die vervolgens in een later onderzoeksstadium de basis kunnen vormen voor een allesomvattende theorie.

BIJLAGEN

ijlage 1 : Metamatrix.

Ondernemingskenmerken	Case 1	Case 2	Case 3	Case 4
1. Ondernemingsplan	Nee	Nee	Er wordt een soort planning op LT gemaakt	Ja, zelf opgesteld (met in het achterhoofd dat we het misschien nodig zouden hebben voor de banken)
2. Financieel plan	Ja, op aanvraag van de banken	Wordt nu extern opgesteld.	Idem	Is een deel van het ondernemingsplan
3. Doelstellingen	Continuïteit (=bedrijf financieel gezond houden) Rentabiliteit Geen groeidoelstellingen! (sociale motieven : men wil niet over 50 personeelsleden gaan.) Meerderheid behouden	Rentabiliteit (doch niet concreet gespecifieerd) Autonomie familiebedrijf behouden Geen echte groeidoelstelling	Cash flow van 15% Groeidoelstelling doch niet te veel (vroeger bijna kapot gegroeid)	Groeidoelstelling Rentabiliteit 10% Zaak in eigen handen houden We optimaliseren zeker niet naar waarde.
4. Lage liquiditeit	Klanten op tijd laten betalen Eventueel leveranciers later betalen.	N/A	Nooit een probleem geweest	Absoluut probleem : liquiditeitsplan (voor 3 à 4 maanden) en goede afspraken nodig met de bank.

5. Gebrek aan diversificatie	Een groot deel van het kapitaal zit in het bedrijf Onroerend goed als een soort belegging. Andere pogingen om te diversifiëren zijn niet echt goed gelukt.	N/A	Nooit gediversifieerd. 90% van het vermogen zat in de zaak.	Niet alles wat we hebben zit in de zaak
6. Gebrek aan flexibiliteit	Zoveel mogelijk met autofinanciering We hebben kredietlijnen die niet gebruikt worden. We streven naar een vrij hoge liquiditeit en een vrij lage schuldgraad. (Dit omwille van het grote bedrijfsrisico)	N/A	Goede afspraken maken met de banken : ook goede klant zijn bij de banken.	Men moet leren leven met financiële onzekerheid. Duidelijk aangeven naar de bank toe waar je in de toekomst krediet nodig hebt. Openheid is belangrijk.
7. Verlies aan controle	Vroeger minder controle, nu proberen controle te verhogen.	N/A	Vroeger nooit externe aandeelhouders ter sprake Door opvolgingproblematiek en de overname natuurlijk wel	De controle en de strategie moet bij de initiële partners blijven.
8. Gespecialiseerde kennis	Bedrijfsleiders met een andere vooropleiding die de hoofdlijnen van elkaars werk kennen.	N/A	Risicofactor goed onderkend. Daarom dat er ook naar een grote groep gezocht is voor de overname.	In een kleine onderneming zijn er steeds functies die cruciaal zijn voor de onderneming : typisch probleem voor kleine ondernemingen. Indien we er de middelen voor zouden hebben dan plaatsten we naast iedere man een tweede.

9. Aandeelhouders	Familiebedrijf : interne aandeelhouders (ondernemers) en enkele externe aandeelhouders (investeerders)	Familiebedrijf : interne aandeelhouders	Vroeger : familiebedrijf : enkel interne aandeelhouders Nu : overname grote groep.	Niet familiebedrijf : enkele ondernemers die ook aandeelhouders zijn.
10. Financieel beheer en financieringsbeslissingen.	Dagelijks : boekhouder Algemeen : 1 vd. ondernemers. Maandelijks wordt een balans opgesteld. 1 à 2x jaar wordt de financiele situatie besproken met de Raad van bestuur. ("Goed dat ander mensen meedenken in de zaak") We streven een solvabiliteit na van 40 à 50% om op LT niet kwetsbaar te zijn. Het heeft weinig zin om schulden aan te gaan als het niet nodig is : hefboomwerking enkel belangrijk als men wil doorgroeien. Van bij de opstart geopteerd om met een sterke kapitaalstructuur te starten. Machines worden steeds met eigen middelen gefinancierd.	Ondernemer in samenspraak met de accountant : de financiële situatie wordt wekelijks besproken Doelratio EM/VV = 50/50	Gebeurt door de ondernemer en de financieel verantwoordelijke Bestaat uit ratio-analyse (1x jaar) met de accountant : vergelijking met het gemiddelde bedrijf in de sector We gaan geen leningen aan om interesten te kunnen aftrekken : we gaan een lening aan als we geld nodig hebben. Hefboomwerking wordt niet beschouwd. We proberen dus alles eerst met eigen middelen te financieren.	Gebeurt door 1 van de ondernemers en een controller Financiële analyse op diverse niveau's : - kosten - beperkte ratio analyse - projectcalculaties Solvabiliteit : streven naar 25% (= eis van de banken, kapitaalsverhoging nodig!) Dit is een zekerheidsfactor om grote projecten aan te kunnen. Te hoge solvabiliteit is niet zinvol, te lage solvabiliteit is gevaarlijk als een klant failliet gaat. Fiscale motieven spelen nog geen rol, wel als we veel winsten zullen maken. Bij de keuze voor vreemd vermogen moet het rendement geoptimaliseerd worden.

11. Investeringsbeleid	Rentabiliteitsinvesteringen. Accountant wordt mee betrokken in de eindbeslissing Bij fiscale of juridische problemen wordt er een specialist bijgehaald.	Enkel vroeger investeringen in het bedrijfsgebouw Door ondernemer i.s.m. de accountant uitgevoerd	Wordt in overleg met de accountant gedaan Investeringen gekozen uit de behoeften van verschillende afdelingen Nu : afgestemd op de andere bedrijven in de groep	Projecten worden beoordeeld op rentabiliteit Er wordt steeds een grondige analyse gemaakt. Gewone investeringen zijn relatief klein. Hiervoor wordt geen echte analyse gemaakt. Investeringen van lage bedragen worden met eigen middelen gefinancierd.
12. Opleiding en ervaring	Economisch en technisch hoger geschoolde ondernemers. Ondernemers hebben relevante ervaring van vorig bedrijf.	Technisch geschoolde ondernemer Managementscursussen gevolgd	Lagere technische scholing Bijscholing aan het VIZO Lange ervaring in het bedrijf	Alle ondernemers hebben een hogere technische opleiding en veel relevante ervaring.
13. Opvolging	Wordt toch al aan gewerkt, eventueel een andere branche	Het staat al vast dat er later geen kinderen in de zaak komen	Er zijn geen opvolgers De zaak werd daardoor overgenomen	Nog niet aan gedacht. Ondernemers zijn nog jong.
14. Bankiers	Twee huisbankiers : omwille van vroegere goede ervaringen	Er wordt gewerkt met vier banken.	Steeds goede ervaringen met één bankier	Vroeger een andere bank doch deden te moeilijk (persoonlijke borgen) Nu : twee banken (flexibele dynamische houding : investeringen worden samen gefinancierd)

15. Concurrentie tussen bankiers	Wordt scherp uitgespeeld tussen de twee banken om het onderste uit de kan te halen : ze weten dit en zetten dan spontaan hun beste beentje voor.	Voor het financieren van de investering werd aan shopping around gedaan	In zekere zin, er wordt ook bij andere banken een offerte gevraagd. De huisbankier is hiervan op de hoogte en geeft dan ook zijn beste voorwaarden.	LT krediet : er werd toen aan 5 banken een offerte gevraagd voor de financiering van het gebouw (niet alles direct accepteren) Doch voor alles 'shoppen' is niet goed. KT krediet : relatie zeer belangrijk wegens de voorfinanciering van de projecten : er moet onderhandeld worden met de banken
16. Vertrouwensrelatie met de banken.	Proberen goede relatie op te bouwen met de twee banken Onregelmatige contacten : enkel wanneer er investeringen nodig zijn. Men is in het algemeen tevreden over de relatie met de financiële sector.	1x per maand contact met de bankier 2x per jaar wordt de stand van zaken besproken	Ja, doch recent pas een goede relatie met de bank. Vroeger hielden ze ons dom bv. we kenden het bestaan van een straight loan niet eens. Nu we in een grote groep zitten krijgen we voorwaarden waar we enkel van konden dromen.	Contacten door één van de ondernemers en de controller Om de 14 dagen contacten Open relatie met de bankier om hem te laten meedenken Men weet wat men wil als men naar de banken toestapt
17. Reserveringspolitiek	Autofinanciering geniet de absolute voorkeur Nu reserveren we 20%. Dit wordt meer als we op het punt staan een investering te doen.	Voorkeur aan autofinanciering : afhankelijkheidsgraad zo laag mogelijk houden	Autofinanciering geniet de voorkeur (omdat dit het goedkoopst is) Is toereikend om behoeften op lange termijn te dekken.	Autofinanciering (wegens goedkoper!) Doch ook bankkredieten nodig om de groei te financieren

18. Dividendpolitiek	80% van de nettowinst wordt uitgekeerd. Het dividendbeleid is vrij soepel. We kijken naar de liquiditeiten als we willen uitkeren. Als er geen liquiditeiten zijn keren we niets uit.	Geen dividenden want geen winsten	Vroeger vast dividend doch niet veel ongeacht de winst. De groei stond voorop. Nu niet meer : de laatste vijf jaren werd niets meer uitgekeerd.	Geen dividenden (reserveringen om groei te financieren) Als we het kapitaal moeten verhogen zullen we geen of zo weinig mogelijk dividenden uitbetalen. Later wel om de aandeelhouders tevreden te stellen Op termijn een verhouding 66% uitkeren - 33% inhouden (= vaste dividendpolitiek)
19. Kortetermijnkredieten	Geen kaskrediet : vrij duur Geen straight loan : in de toekomst eventueel straight loans voor financiering van de LT investeringen omdat de rente op dit moment lager is dan voor LT leningen.	Weinig kaskrediet Straight loans ter financiering van het bedrijfskapitaal om de wintermaanden te overbruggen	Geen Recent straight loans en wentelkredieten wanneer het echt (tijdelijk) nodig was (steeds het goedkoopste!) Kaskrediet enkel in het uiterste geval.	Weinig kaskrediet (duur) Straight loans voor de voorfinanciering van projecten (=goedkoop).
20. Langetermijnkredieten	Gebouw : investeringskrediet met hypothecaire volmacht en pand op handelsfonds. Leasing concurrentieel met lange termijn kredieten : wordt gebruikt voor het wagenpark	Hypotheeklening voor de toonzaal	Hypotheeklening : is duur of goedkoop naargelang we discussiëren met de bank. Leasing is slecht. De korte termijn situatie gaat voor : we financieren investeringen niet met eigen middelen als daardoor op KT problemen zouden ontstaan. We lenen dan op LT want dergelijke investering is over 20 jaar.	Hypotheeklening voor het gebouw : goedkoop Leasing is vrij duur. We proberen dezelfde termijnen tussen financiering en investering te behouden om zo een speelruimte te creëren om te kunnen werken, ook in slechte tijden. Zo kunnen we zonder problemen uit slechte tijden komen.

21. Borgen	Hypotheek Verpanding handelsfonds Zeker geen persoonlijke borgen	Hypotheek Verpanding van het handelsfonds Vroeger persoonlijke borgen	Verleden : Hypotheek Soms persoonlijke borgen	Hypotheek Pand handelsfonds Persoonlijke borgen werden ooit gevraagd maar geweigerd. Extra zekerheden ; Letter of Credit, overzicht orders.
22. Voorraadbeheer	Geen echte voorraden. Grondstoffen worden met liquide middelen gefinancierd.	N/A	Minimum voorraden Stockbeheer Grondstoffen max 2 weken in stock. Worden gefinancierd met leveranciers.	Voorraad voor de gemeenschappelijke onderdelen. Voorraden gefinancierd uit liquiditeiten (via voorschot klanten) bankkredieten en leveranciers.
23. Debiteuren	Enkele grote klanten 30 dagen einde maand voor de meeste klanten, fin. korting 1% als men er echt naar vraagt Anderen krijgen 1,5% bij contant (binnen de 8 dagen) Klanten worden gescreend a.d.h.v. Top 30000, informatie van de banken en informatie van concurrentie.	Vele kleinere klanten 60 à 90 dagen, fin.korting 2% Vroeger veel dubieuze debiteuren	Weinig dubieuze debiteuren (lost zich meestal vanzelf op) Klanten betalen op 30 dagen einde maand, ze krijgen geen korting tenzij ze er echt een punt van maken.	Enkele grote klanten Goede relatie met de klant om zo op tijd je geld te krijgen Klanten (meestal grote bedrijven) leggen zelf de betalingsvoorwaarden op : door onderhandeling : van contant tot 90 dagen. Onbekende klanten worden op voorhand gescreend Men gebruikt kredietverzekering

24. Leveranciers	Niet gebruikt als financiers : goede relatie met de leverancier is belangrijk. Stipte betaling op 30 dagen Meer dan 1,5% voor contante betaling, dan lenen we eventueel om te betalen. Van de andere leverenciers krijgen we geen korting, ook niet als we ernaar vragen. 1% korting betekent 12% op jaarbasis wat duur is in de huidige context.	Worden afgestemd op de klanten 60 à 90 dagen 2% voor contante betaling : er wordt nooit van gebruik gemaakt	Gebruikt als financier Worden pas betaald als we het geld hebben van de klanten Zo moeten we nooit met kaskrediet werken, leveranciers-krediet is het gemakkelijkste wat er is. We krijgen 30 dagen einde maand (geen korting) Bij investeringen wordt er gediscussieerd over een korting voor contante betalingen van 2 à 3 % We lenen niet om de leveranciers te betalen : 2% bij contant is 24% op jaarbasis doch dit is ook zo bij een straight loan zodat een straight loan duurder is (?), daarom dat we niet lenen.	We krijgen 1 à 2% korting voor contant doch niet van iedereen, anders vragen we ernaar. Als we de liquiditeiten hebben dan betalen we contant. Als de projecten een lange levertijd hebben dan lenen we om de leveranciers te betalen. We proberen binnen de 10 dagen te betalen, als dit mislukt dan betalen we zo laat mogelijk. Goede relatie met de leverancier is belangrijk Gebruik maken van de korting is goedkoper.

25. Risicokapitaal	Bij de verschillende investeringsmij. gaan aankloppen doch de huidige zijn de enige die wilden meedoen Meerderheid behouden staat voorop Is duur doch degenen die mee het risico genomen hebben mogen er ook van meegenieten. We proberen nu de controle op de zaak te verhogen.	Wanneer er in het verleden bijkomende eigen middelen nodig waren dan kwamen die van de familie.	Niet voor ons wegens duurder dan autofinanciering. Autofinanciering is het goedkoopst tenzij je met dat geld iets anders kan doen. Als de cash flow beter is dan dat wat de bank kan geven dan is dat de beste oplossing.	Investeringsmaatschappij via achtergestelde lening. Wordt afbetaald. Nu : nieuw extern kapitaal nodig
26. Overheid	Rentetoelage en kapitaalpremie. Zelf voorbereid.	Rentetoelage	Kapitaalpremie en rentetoelage. Voorbereid door de banken Wordt zeer goed opgevolgd	Rentetoelage : Voorbereid door de banken.

Ondernemingskenmerken	Case 5	Case 6	Case 7	Case 8
1. Ondernemingsplan	Nee, doch zal in de toekomst opgesteld worden	Geen geschreven	Geen geschreven	Nee
2. Financieel plan	Plan bij de oprichting van de vennootschap Plan voor de financiering van de opeenvolgende projecten zodat we niet constant naar de banken moeten lopen	Niet echt Wel op vraag van de banken financiële vooruitzichten	Enkel een budget. Dit om te vermijden dat investeringen ad hoc gebeuren.	Nee, doch we wensen hier wat aan te doen. Lic. TEW aangeworven We willen meer met budgetten werken
3. Doelstellingen	Goede rentabiliteit Zonder risico's en bijkomende waarborgen de zaak laten lopen Hoofddoelstelling : 'Groei'	Groei (10 à 15 %) Gezond blijven Zaak in eigen handen houden	Rendement van 15% op het geïnvesteerde vermogen. (Continuïteit) De externe investeerders zijn niet geïnteresseerd in de opbrengst op het einde van het jaar doch in de waarde van de onderneming als ze ooit verkocht moest worden.	Politiek van voorzichtigheid voeren. Rentabiliteit moet 'goed' zijn Uitbreiding (doch groei is geen doelstelling). We willen met onze voeten op de grond blijven. We willen niet zomaar over de drempel van 50 werknemers gaan.
4. Lage liquiditeit	Leveranciers iets later betalen Klanten vlugger laten betalen door bijvoorbeeld korting voor contant te geven. Ofwel beroep doen op huidige aandeelhouders of obligatiehouders om nieuwe kapitaalsinbreng te doen. Niet echt een probleem doch zonder deze manipulaties wel een probleem.	Sterker werken op de debiteuren (dikwijls twijfelgevallen) Dit heeft ook een weerslag op de leveranciers.	Soms een probleem : dan eerst oplossing in eigen huis zoeken : bij voorraden en debiteurenstanden, dan pas beroep op de banken. We hebben nog geen werkenden liquiditeitsplanning.	Geen probleem Door overname : kapitaalsverlaging waarvoor de liquiditeiten werden aangewend. De huidige lage liquiditeit zal weer snel verbeteren door de positieve cash flow die we hebben.

5. Gebrek aan diversificatie	Diversificatie op bedrijfsniveau in 1 marktsegment. Op persoonlijk vlak zit slechts een beperkt deel van het vermogen in de zaak.	Kapitaalinbreng is niet zo groot Wel risico's i.v.m. bankgaranties.	Geen probleem : proberen te diversifiëren via holding van de ondernemer Bedrijf zelf : plannen struikelen omwille van een gebrek aan liquiditeit en financiële adem op lange termijn.	
6. Gebrek aan flexibiliteit	Vooruitzien en budgetteren : meerjarenplan voor geldbehoeften zodat zich geen situatie van plots geldgebrek voordoet. Dit wordt besproken met de boekhouders en de adviseurs vooraleer men naar de bank gaat.	Initiatieven worden genomen naar de financiers toe. Duidelijke kasplanning. Knelpunten zijn op voorhand goed gekend bij de bankier Financiering steeds goed spreiden om niet de jaarlijkse behoefte nodig te hebben. De banken willen echter de tijd zo kort mogelijk houden.	We zijn voldoende solide en hebben genoeg historie om pieken en dalen in liquiditeit op te vangen. Kaskrediet kan gemakkelijk verruimd worden.	In het verleden geen problemen We kunnen een afgesproken bedrag aan straight loans opnemen doch we maken hier bijna geen gebruik van.
7. Verlies van controle	Aandeelhouders blijven beperkt tot een kleine groep, dit blijft ook zo in de toekomst.	We staan open voor extern eigen vermogen als dat de rentabiliteit kan verhogen.	Geen problemen mee, het rendement en de continuïteit van de onderneming zijn belangrijker.	Niet terzake
8. Gespecialiseerde kennis	Problemen met cruciale personen kunnen opgevangen worden door de financiële adviseurs die de zaak goed kennen.	Iedereen is vervangbaar Een verlies kunnen we op termijn oplossen.	Afnemende risicofactor : managementsfuncties worden overgedragen aan anderen.	Geen echt probleem, wel tijdelijk omdat we met mensen zijn die complementair zijn.
9. Aandeelhouders	Niet familiebedrijf. Verschillende aandeelhouders. Eén van hen is ondernemer.	Niet familiebedrijf : enkele ondernemers	Niet familiebedrijf : één ondernemer - meerdere aandeelhouders	Niet familiebedrijf met enkele ondernemers

10. Financieel beheer en financieringsbeslissingen.	Ondernemer houdt zich bezig met het dagelijks financieel beheer. Maandelijks algemene vergadering Jaarbudget, trimestrieel budget, driejaarlijks budget Regelmatige balansanalyse samen met accountant. Trimestrieel analyse met financieel adviseurs. Geen schuldfinanciering omwille van de aftrekbaarheid van de schulden. Meerjarenplan voor de geldbehoeften : de bank weet dan op het moment dat men het nodig heeft dat er geld moet zijn. Solvabiliteit wordt in het oog gehouden door de adviseurs. Verhouding van 60% eigen middelen t.o.v. 100% middelen van de bank (banknorm).	Financieel directeur en assistent Regelmatig financiële analyse met de accountant (1x maand), 1x jaar een paar dagen om de zaak eens volledig door te lichten Er wordt bijna geen gebruik gemaakt van ratio-analyse Goedkoopste financieringsbron krijgt de voorkeur Matchingstrategie: lengte van de financieringsbron gelijk houden met de gebruiksduur van de activa. Accountant wordt overal actief bij betrokken Geen fiscale motieven, we hebben wel nog geen grote winsten gehad. We streven geen solvabiliteitsratio na, wel bedrijfsrentabiliteit De banken stellen wel bepaalde ratio's voorop in onderhandelingen zoals kapitaal en dergelijke. Als deze niet gehaald worden moet men het kunnen verkopen waarom niet.	Gebeurt door de boekhouding Geen financiële analyse Geen regels voor de financiering Schulden worden als een kostenfactor beschouwd : op termijn zullen de passiva enkel bestaan uit eigen vermogen en leveranciers Fiscaal motief speelt niet mee. Zelf financieren is goedkoper dan te moeten lenen want de interest betaal je altijd.	Om de 3 maanden ratio-analyse Dagelijks fin. beheer gebeurt door de ondernemer Externe accountant kijkt de balans regelmatig na We laten ons niet leiden door de klassieke financieringsregels. Men bekijkt wel de fiscale implicaties als men leent Eerst kleine investeringen uit kas, dan bij de bank gaan kijken naar een investeringskrediet. Solvabiliteit is nu goed, na de overname doen aangroeien om een buffer te hebben : de banken leggen niets op. We proberen de schuldgraad zo laag mogelijk te houden.

11. Investeringsbeleid	Enige investering gebouw en de grond R.v.B. beslist over investeringsprojecten waarbij op voorhand een dossier wordt opgemaakt door de ondernemer.	Investering bij een behoefte Er wordt niet gezocht naar opportuniteiten Veel vervangingsinvesteringen	Investeringen gebeuren eerder ad hoc doch geen investeringsintensief bedrijf De accountant werkt de haalbaarheid van het project uit : enkel nodig voor grote projecten	Deels klantgebonden, deels vervangingsinvesteringen Worden betaald met vreemd kapitaal We investeren om onze afschrijvingen op peil te houden. We zoeken naar machines met een hoger rendement Machines tot half miljoen BEF worden uit de liquiditeiten gekocht, meer nodig dan gaan we naar de bank voor een investeringskrediet.
12. Opleiding en ervaring	Hogere economische opleiding met relevante bedrijfservaring .	Lager technische en economische opleiding.	Hogere economische opleiding	Technisch geschoolde ondernemers Heeft zich met cursussen en zelfstudie het financiële eigen gemaakt
13. Opvolging	Mogelijk familiale opvolging.	Waarschijnlijk familiale opvolging	Niet familiaal Twee à vier nieuwe mensen waaruit op termijn één persoon zal opstaan om de fakkel over te nemen	Hebben geen opvolgers
14. Bankiers	1 Hoofdbankier 1 Bijbankier	3 banken : 1 bank is hoofdbankier	1 bank waar men een hele goede klant wil zijn Gekozen uit 3 banken bij de opstart	1 hoofdbankier ook aan andere banken wordt soms een offerte gevraagd.

15. Concurrentie tussen de banken.	Concurrentie kan niet echt worden uitgespeeld door omstandigheden. Er wordt wel naar ander mogelijkheden gezocht.	Geen shopping around (=financiële structuur is daar niet goed genoeg voor)	We zijn niet goed geplaatst om de concurrentie tussen de banken uit te spelen We hebben enkel kaskrediet en LT kredieten ter vervanging van de KT nodig	Er wordt een offerte gevraagd aan de beide banken
16. Vertrouwensrelatie met de banken.	Wekelijks contact met de kantoordirecteur door de ondernemer en soms ook de financieel adviseurs. Trimestrieel worden rapporten aan de directie bezorgd Eenmaal per jaar wordt de jaarrekening besproken met de hoofddirectie (=de bank moet een zeer goede kijk op de zaak houden want het is onze belangrijkste leverancier) Dus zeer belangrijk dat er vertrouwen is	Zeer veel belang aan de relatie Geen lijn in de frequentie Men gaat naar de bank om KT spanningen op te lossen Bij investeringen gaat de accountant meestal op voorhand al met de bank onderhandelen om vertrouwen te winnen (dit doet de kans op succes stijgen).	Contacten ad hoc Goede relatie met de bank Morele kredietwaardigheid is nooit een probleem geweest	3 à 4 keer per maand contacten met de bank (meestal informele gesprekken) Aanvragen zonder formeel dossier) Bank wordt gebruikt als adviseur. Tevreden over de relatie met de financiële sector.
17. Reserveringspolitiek	Weinig omdat er geen winsten zijn. Autofinanciering kan daarom niet.	Willen reserveren doch niet kunnen wegens te weinig winsten.	Interne financiering geniet de voorkeur. Enkel wat wettelijk vastgelegd is. We proberen te reserveren Groei neemt af zodat je tot een autonome financiering kan komen met meer marge voor een dividend.	50% à 1/3 reserveren Niet voldoende om behoefte te dekken

18. Dividendpolitiek	Geen dividenden door de verliezen Ofwel groeien ofwel dividenden	Geen dividenden (= dit komt in de huidige situatie ongeloofwaardig over naar de banken toe.) Zullen later wel uitgekeerd worden doch op bv. rekening-courant	We houden rekening met de liquiditeitspositie. In de praktijk dus weinig plaats voor dividenden.	2/3 uitkeren : naar bedrijf gericht doch het kapitaal moet ook wat opbrengen (= We proberen een goed evenwicht te vinden tussen uitkeren en inhouden) Bij belangrijke investeringen passen we het dividendbeleid aan en zullen we minder tot niets uitkeren. Dit doen we om een buffer te hebben.
19. Korte termijn kredieten	Wissels voor grootste leveranciers. Vroeger veel kaskrediet, nu niet meer. Kaskrediet is eerder duur. Straight loan wordt niet gebruikt.	Kaskrediet (= noodzakelijk kwaad), is vrij duur. Straight loan niet bekend KT behoefte permanent dan vraag tot herschikking in LT krediet	Zo weinig mogelijk kaskrediet. Is duur doch kan heel efficiënt zijn bij pieken en dalen. Soms gebruikt om de leveranciers te betalen : als het structureel is dan probeert men het te vervangen door een straight loan.	Kaskrediet doch nooit volledig opgenomen Straight loan kennen we niet : de banken hebben ons hierover nooit iets gezegd. Na MBO : men werkt met roll-over kredieten. Kaskrediet niet want het is een dure financieringsvorm.

20. Lange termijn kredieten	Leasing wordt veel gebruikt Investeringskrediet met hypotheek voor het gebouw : indien we genoeg kunnen reserveren dan nog een hypotheeklening om andere duurdere kredietvormen te kunnen verminderen. Hierop winnen we dan. Leasing is prijzig doch heeft ook voordelen zodat we er toch gebruik van maken. Financiering voor het wagenpark.	Hypothecaire lening, is goedkoop omwille van de goede spreiding. Gebouwen en terreinen worden hier mee gefinancierd. Ook al hadden we via autofinanciering genoeg dan nog zouden we een hypotheeklening aangaan zodat we met het geld dat we daardoor vrij houden veel mogelijkheden creëren om verder te investeren. We kunnen dan het kaskrediet gevoelig verminderen. Leasing : duur doch schommelt, te vergelijken met een financiering. Wagens : financiering of leasing Machines : financiering als het bedrag groot genoeg is, anders wordt kasgeld ge bruikt.	Hypotheeklening : favoriete financieringsvorm in combinatie met een goede planning We hebben genoeg liquiditeiten om gebouwen en terreinen te financieren doch we willen nog wat overhouden om het handelskapitaal te financieren. Zo vermijden we dat we ons handelskapitaal met duur kaskrediet moeten financieren. Wagens worden geleasd. Als je weet wat je nodig hebt is het veel handiger om op LT te lenen, als je weet dat je het structureel tekort komt. (=ter verruiming van KT kredieten) Bedrijfskapitaal wordt gefinancierd door LT kredieten Leasing is duur want je betaalt niet enkel de rentevergoeding doch ook de onkosten. Machines : zo veel mogelijk met eigen gelden.	Hypotheeklening : hypotheek op zich is vrij duur. Daarom neemt de bank genoegen met een volmacht tot hypotheek door goede solvabiliteit en het vertrouwen van de bankdirectie. Leasing : weinig. We zullen het momenteel meer gebruiken door de hoge schuldgraad. Zelfs al hadden we genoeg eigen middelen dan nog zouden we een hypotheeklening nemen omdat we die middelen beter houden om het werk ene zaken waarop men niet voorbereid is op te vangen. We proberen kaskrediet te vermijden en daarom worden liquide middelen niet gebruikt om op lange termijn te financieren. We moeten nog wat financiële slagkracht achter de hand houden om onvoorzien omstandigheden op te vangen. Wagens worden met eigen middelen en financiering gefinancierd.

21. Borgen	Hypotheek Pand handelsfonds Persoonlijke borgen werden steeds geweigerd Morele waarborgen zeer belangrijk : de bank kijkt naar de mensen achter en rond het project	Banken staan prioritair op de terugbetalingslijst Persoonlijke waarborgen waar men nu onderuit probeert te komen Morele waarborg is belangrijk	Hypotheek Pand op handelsfonds Vroeger : persoonlijke borgstelling vanuit het vroegere moederbedrijf.	Hypotheek Pand op het handelsfonds
22. Voorraadbeheer	Zo laag mogelijk (snelle voorraadrotatie) houden . Voorraden worden gefinancierd door de leveranciers als we voldoende kredietermijn krijgen zodat de voorraden verkocht zijn vooraleer we moeten betalen.	Voorraden worden gefinancierd via de leveranciers.	Voorraden zo laag mogelijk houden Toch is de voorraad vrij groot door het brede gamma Bij een aankooporder gebeurt een grondige analyse van de vorige 12 maanden. De voorraden worden de eerste helft van het jaar met eigen middelen gefinancierd en de tweede helft met kaskrediet indien nodig om leveranciers contant te kunnen betalen.	Enkel basisgrondstoffen : het is een kleine voorraad die gefinancierd wordt met de leveranciers.

23. Debiteuren	Incassobureau doet de debiteurenopvolging (geen factoring) Bepaalde klanten betalen via maandelijkse domiciliëring. Andere leveringen zijn contant doch wel met 5% korting, anders proberen we 30 dagen. Deze hoge korting omdat we weinig liquiditeiten hebben. Doch dit is eigenlijk niet hoog want de administratieve rompslomp bij niet betaling is nog hoger omdat het over kleine bedragen gaat.	Vele kleine klanten, meeste klanten stellen zelf betalingstermijn vast. Meeste betalen op 45 dagen. 2% korting als de klant erom vraagt. Doch de meeste wijzigen hun betalingsgedrag niet hierdoor. Debiteurenbeheer wordt door de groei een steeds zwaardere dobber Veel overheidsopdrachten doen het aantal dagen betalingskrediet stijgen, zijn grote liquiditeitenremmers.	60 dagen voor klanten B - F 30 dagen voor klanten N We geven korting bij contant na onderhandeling die varieert van 2% tot 4% Commerciële dienst neemt eerst contact op met de dubieuze debiteuren	80/20 regel Grote bedrijven : geen moeilijkheden van betaling 30 dagen krediet : meer tendens om 60 of 90 dagen te geven, naargelang de zekerheid die de klant ons biedt. Bij vraag geven we korting voor contant 2% korting voor contant doch wordt weinig toegepast want klanten zijn grote bedrijven die zich juist aan de betalingstermijn houden. Voor ons interessanter dat ze niet contant betalen.

24. Leveranciers	Worden gebruikt als financieringsbron 30-60-90 dagen : er wordt geprobeerd op 90 dagen. 30 dagen worden gerokken tot 60 dagen. We krijgen 2 à 4% voor contant doch we hebben de liquiditeiten niet 2% is 2x12 = 24% is vrij duur. We kunnen ook niet lenen om de leveranciers contant te betalen want dan krijgen we een scheefgetrokken solvabiliteitsdoelratio. Geld kan enkel komen via de rentabiliteit.	Wordt als financiers gebruikt Wij bepalen meestal de betalingstermijn (60 dagen) Bij korting voor contant gaan we hier meestal op in (2%). Bij rembourslevering vragen we erachter. 2% is op jaarbasis ongeveer 10%	Leveranciers worden betaald op 60 dagen indien er geen verdere voorwaarden zijn Bij betalingskorting : steeds kontante betaling bij 3 à 4% : krijgen veel waardering door snel te betalen. Bij de keuze van de leveranciers wordt hier rekening mee gehouden. We lenen om de leveranciers contant te kunnen betalen. Op 75% van het zakencijfer krijgen we korting. Hier kunnen we geld mee verdienen. 3% korting op jaarbasis is enorm veel.	Betalen op 60 dagen, 30 dagen voor Nederlandse bedrijven (proberen dit strikt te doen) Wij hebben de leveranciers nodig en omgekeerd. Enkele grote leveranciers (rest kleine) Sommige leveranciers geven korting voor contant. Nu proberen we er gebruik van te maken. De interesten zijn laag en je kan er geld mee verdienen. Vroeger : 60 dagen met in het achterhoofd de tijd die nodig is om het geld van de klant te krijgen. Straight loan gebruiken om leverancier contant te betalen dan zijn we nog beter af.
25. Risicokapitaal	Er is interesse voor de beurs Misschien alternatief voor bankfinanciering. Extern eigen vermogen heeft zijn marktprijs die in verhouding staat met het risico. Autofinanciering is goedkoop doch er moet wel een prijs voor betaald worden want anders wordt dit niet geïnvesteerd in de zaak.	1996 : Geen externe aandeelhouders (=als de zaak ooit opbrengt dan willen we daar de vruchten van plukken) 1997 : externe aandeelhouders zijn welkom als dit de rentabiliteit kan verhogen.	We maken gebruik van investeringsmaatschappijen Is moeilijk te beoordelen omdat er naast het prijskaartje ook zeggenschap van af hangt. Is een dure financieringsvorm.	We willen iemand die het geld zuiver ter beschikking stelt als we wat nodig hebben Zelffinanciering om kleinere investeringen te betalen. Externe aandeelhouders zijn een dure oplossing. Enkel indien er een structureel tekort aan middelen zou zijn.

26. Overheid	Rentetoelage	Voorwaarden zijn onoverkomelijk Ooit 1 keer rentetoelage gekregen We informeren ons wel altijd	Opstart : krediet E.G.K.S. 5 miljoen BEF rentetoelage : de bank heeft het dossier voorbereid.	Rentetoelage - kapitaalspremie beetje van gekregen Doch voorwaarden zijn zeer streng De bank heeft het dossier voorbereid.

Ondernemingskenmerken	Case 9	Case 10
1. Ondernemingsplan	Geen	Eénmaal volledig opgesteld (op eigen initiatief) en 1 à 2 maal per jaar herzien (prognoses verkopen, financieel gedeelte, kwaliteitsgedeelte)
2. Financieel plan	Geen	Als deel van het onderne mingsplan Vooral budgetten (investeringen en financieringen)
3. Doelstellingen	Geen echte doelstellingen Geen winststreefcijfers (winst = noodzakelijk kwaad) Groei : geen doelstelling Wel omzetdoelstellingen	Groeidoelstelling van 15% in omzet
4. Lage liquiditeit	Is een probleem : verschillende klanten zijn staatsinstellingen en dat zijn slechte betalers. Kaskrediet wordt gebruikt om dit op te vangen.	Structureel probleem : leasingmaatschappij of bank Korte termijn : bank via korte termijn kredieten. Alles wordt op voorhand vastgelegd.
5. Gebrek aan diversificatie	N/A	Niet alles zit op dit moment in de zaak.

6. Gebrek aan flexibiliteit	Er is een kredietlijn om kastekorten op te vangen.	Op dit moment geen probleem. We laten de klanten op tijd betalen. Bij investeringen doen we beroep op de banken.
7. Verlies van controle	externe aandeelhouders zijn niet gewenst.	We zoeken iemand die zowel *financieel* als *zakelijk* een bekwame partner is. Doch we willen de volstrekte meerderheid behouden.
8. Gespecialiseerde kennis	Ondernemer is vervangbaar Er zijn wel enkele sleutelfiguren die moeilijk vervangbaar zijn. - fin. Manager - productiemensen : zeer gespecialseerde kennsi en lange opleidingsperiode	We doen beroep op externe personen (consultants voor technische know-how en managementadvies, accountant voor financieel advies) Elke afdeling bestaat uit meerdere personen waar iedereen weet wat iedereen doet. (Externe personen denken mee in de zaak)
9. Aandeelhouders	Familiale KMO (100%)	Familiebedrijf 100% (vroeger nog andere aandeelhouders)

10. Financieel beheer en financieringsbeslissingen.	Alles gebeurt intuïtief Financieel gebeuren = 'hobby van de bedrijfsleider': geen delegatie van financiële bevoegdheden. Geen ratio-analyse Enkel de geconsolideerde jaarrekening wordt besproken Wel sterk geschoold managementteam doch hier wordt weinig rekening mee gehouden. Fiscale motieven zoals de aftrekbaarheid van interestlasten spelen niet echt mee bij financieringsbeslissingen. Men gaat enkel schulden aan bij tekorten : de ondernemer kiest tussen de financieringsbronnen die hij kent.	Interne boekhouder, hoofd fin. afdeling + revisor en externe accountant Maandelijkse budgetcontrole Eén à tweemaal per jaar ratio-analyse. Fiscale motieven spelen mee bij financieringsbeslissingen doch ze zijn niet het hoofdmotief. We streven een solvabiliteitsratio na. (omdat de bank dit beoordeelt bij een kredietaanvraag)

11. Investeringsbeleid	Vele investeringen in onroerende goederen Intuïtieve investeringen Geen investeringsanalyse	Op basis van prognoses van de klanten Iedere afdeling dient investeringsprojecten in, deze worden dan gemotiveerd door een comité Ondernemer neemt de uiteindelijke beslissing Regelmatig vervangingsinvesteringen Er wordt advies ingewonnen
12. Opleiding en ervaring	Enkel technische opleiding Geen bijscholing	Rijke managementervaring en technische ervaring Hogere technische opleiding.
13. Opvolging	Er wordt aan gewerkt bv. Via een holding	Familiale opvolging is geregeld.
14. Bankiers	Eén bankier : onlangs veranderd omdat de vorige bankier moeilijk deed over een krediet, nu doet men nog enkel voor het betalingsverkeer beroep op deze bankier.	23 jaar klant bij één bank. Dan weggegaan omdat we verkeerd gefinancierd werden nu bij twee banken klant, gekozen omdat ze de beste offerte konden maken
15. Concurrentie tussen de banken.	Eén bank heeft een monopoliepositie "Het geld wordt liever aan de banken gegeven dan aan de belastingen" Geen concurrentie	Bij de overstap naar de andere bank werd wel de concurrentie uitgespeeld. Nu niet meer

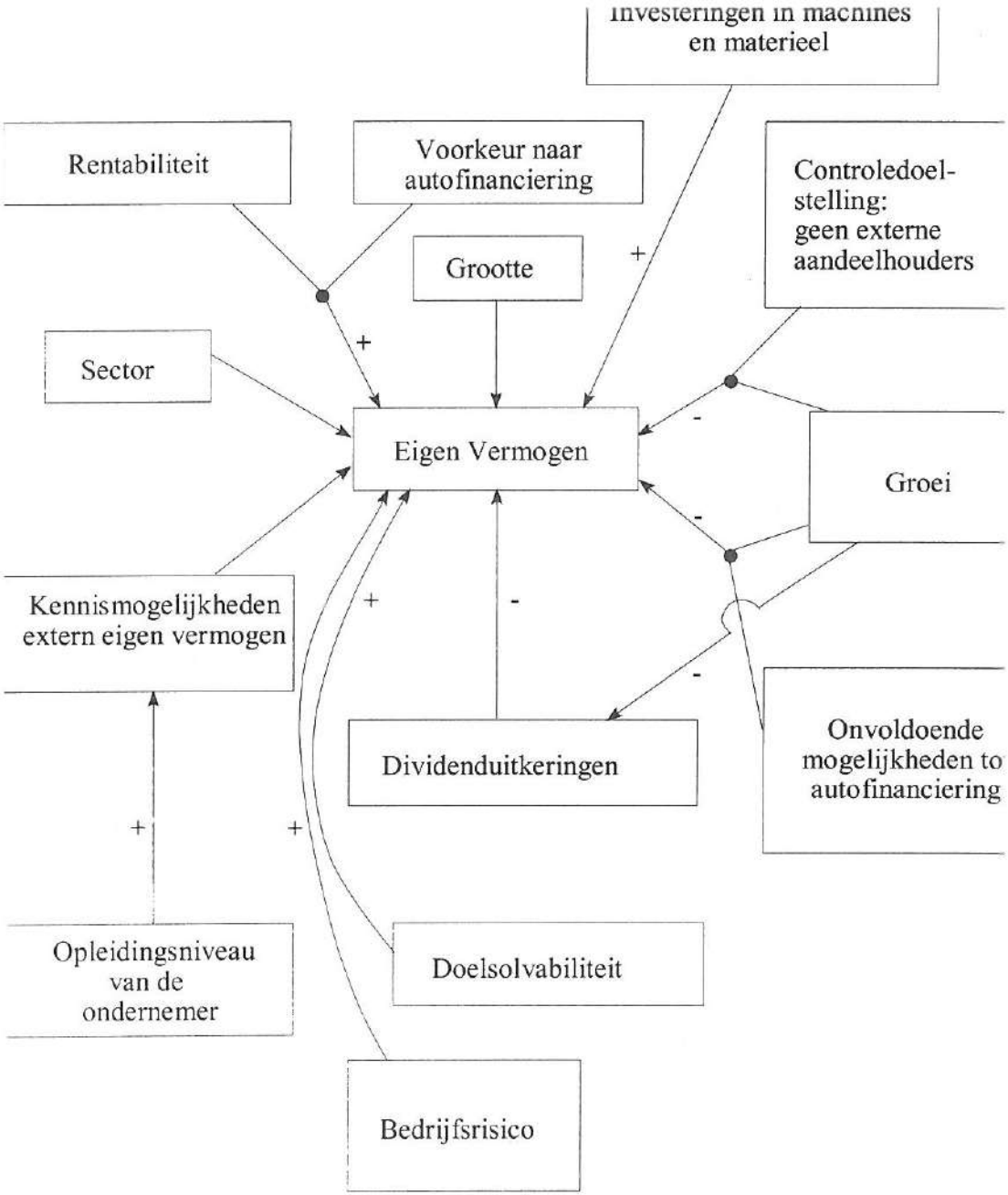
16. Vertrouwensrelatie met de banken.	Relatie heel informeel Bedrijfsleider gaat dagelijks naar de bank	Frequentie : wekelijks Maandelijkse cijfers worden doorgegeven aan de banken. (dit wordt geapprecieerd door de banken) Alles wordt zeer goed voorbereid Wij stellen voor hoe we gefinancierd willen worden. De bankier mag dan de rest en de interestpercentages invullen. Alles wordt goed voorbereid zodat we goede voorwaarden kunnen verkrijgen.
17. Reserveringspolitiek	Bijna alles wordt gereserveerd	Alles inhouden (doch niet voldoende om groei te financieren)
18. Dividendpolitiek	Er wordt geen dividend uitgekeerd. De ondernemer haalt geld uit de onderneming via de R/C	Er worden geen dividenden uitgekeerd
19. Kortetermijnkredieten	Enkel kaskrediet : zelfs voor investeringen (= favoriete financieringsvorm) Geen straight loan (= on praktisch)	Vroeger veel kaskrediet (= doch duur) Nu : straight loan (omdat dit goedkoper is dan LT - kredieten)

20. Langetermijnkredieten	Hypotheeklening Leasing : wordt niet gebruikt. Leasing is te ingewikkeld en te moeilijk, voor de ondernemer, dus kiest hij voor wat hij kent. Machines en wagenpark werden met liquide middelen betaald.	Weinig Leasing voor wagens Hypotheeklening voor gebouwen (het spreekt voor zich dat het eigen vermogen hiervoor niet gebruikt wordt in een situatie van groei)
21. Borgen	Hypotheek Pand handelsfonds Pand op andere activa	Hypotheek Pand op handelsfonds De banken hebben nooit persoonlijke borgen gevraagd doch we zijn wel bereid er te geven als ze dat zouden vragen want we staan achter de zaak.
22. Voorraadbeheer	Wordt visueel bijgehouden Overal liggen voorraden	Zeer korte leveringstermijnen Reservevoorraad Worden gefinancierd met eigen middelen.

23. Debiteuren	Beheer van dubieuze debiteuren Geen korting voor contant Buitenland : documentair krediet of storting op voorhand Betalingsvoorwaarden : ofwel betaling binnen de 8 dagen (particulieren) ofwel binnen 30 dagen (overheidsinstellingen). De overheidsinstellingen bepalen eigenlijk zelf wanneer ze betalen.	Enkele grote klanten We doen een zeer strikte opvolging. Doch geen factoring omdat de klanten onze solvabiliteit dan wel eens in vraag zouden kunnen stellen. Bij handelsklanten : overdracht tot schuldvordering. (als de handelaar failliet gaat, dan gaan we rechtstreeks naar zijn klanten) De klanten leggen ons de betalingstermijnen op. 2% korting bij contant (doch hier wordt zeer weinig gebruik van gemaakt) Bij een nieuwe klant vragen we wel contante betaling.

24. Leveranciers	Worden gebruikt als financier Men betaalt als men geld heeft : de leveranciers gaan hier mee akkoord want ze zien dat ze steeds hun geld krijgen. De betalingstermijn is normaal 60 dagen. De ondernemer vraagt dikswijls te wachten met betalen ot de klanten betaald hebben. 2% op jaarbasis : niet gekend.	Minder leveranciers om betere voorwaarden te kunnen afdwingen Als klanten later betalen gebruiken we de leveranciers als financier. We bedingen wat we aan de klanten moeten geven. Als we korting voor contant (2% à 3%) krijgen dan betalen we contant, anders vragen we naar de korting. We betalen als het ons goed uitkomt met de kasplanning. Als er geen liquiditeiten zijn dan wordt er niet geleend! We hebben een programma om de kredieten af te bouwen, dus gaan we niet bijlenen.
25. Risicokapitaal	Nooit Groei ondergeschikt aan de financieringsbron Een goed project zal niet gedaan worden als het moet gefinancierd worden met extern eigen vermogen	Staan open voor risicokapitaal Liefst industriële partner die naast geld ook kennis meebrengt Productieapparatuur wordt zoveel mogelijk met eigen middelen gefinancierd.

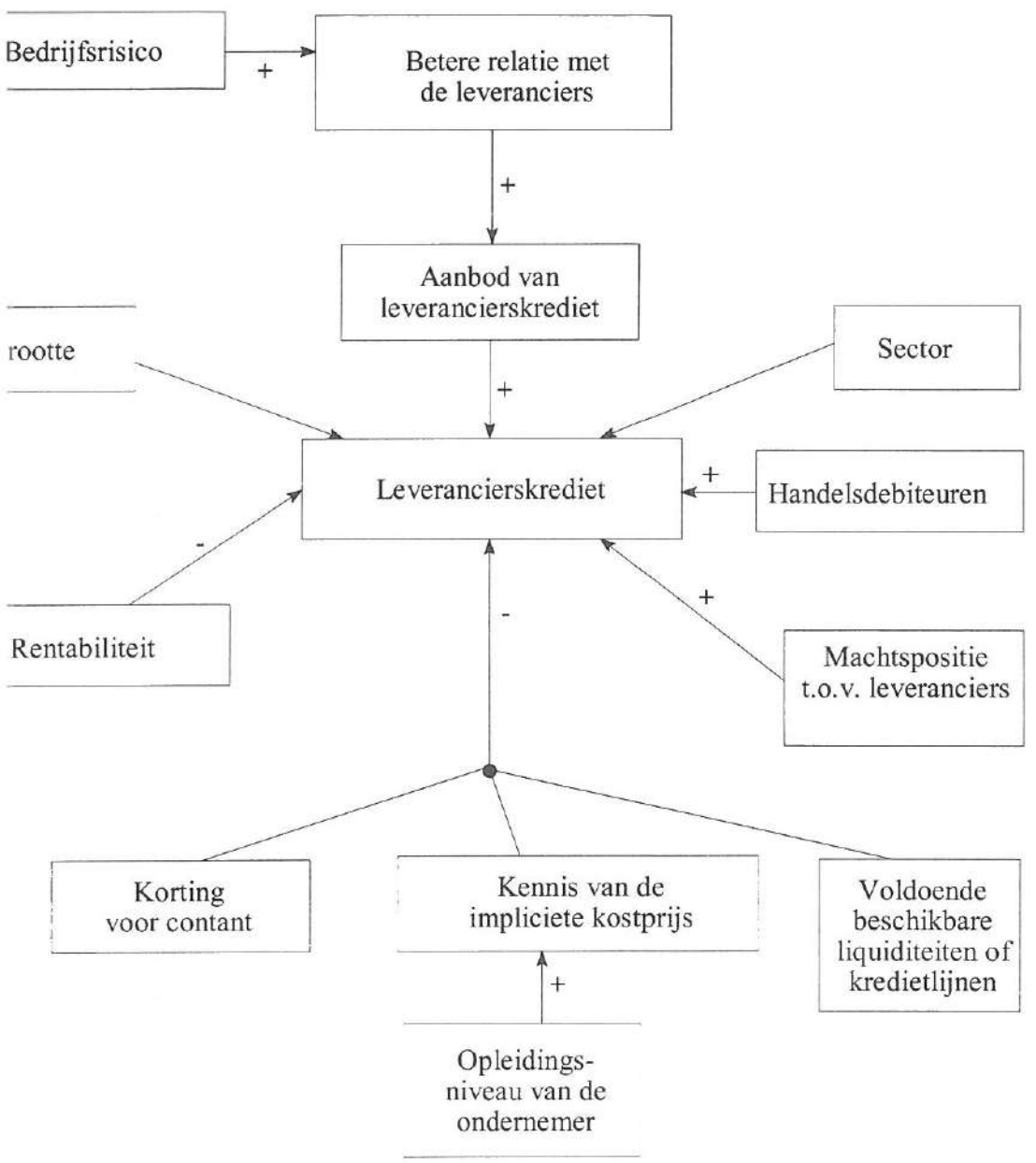
26. Overheid	Rentetoelage Investeringsaftrek	Maken gebruik van de steun-maatregelen voor zover we ze krijgen



+(-)→ = heeft een positieve (negatieve) invloed op...

→ = heeft een invloed op...

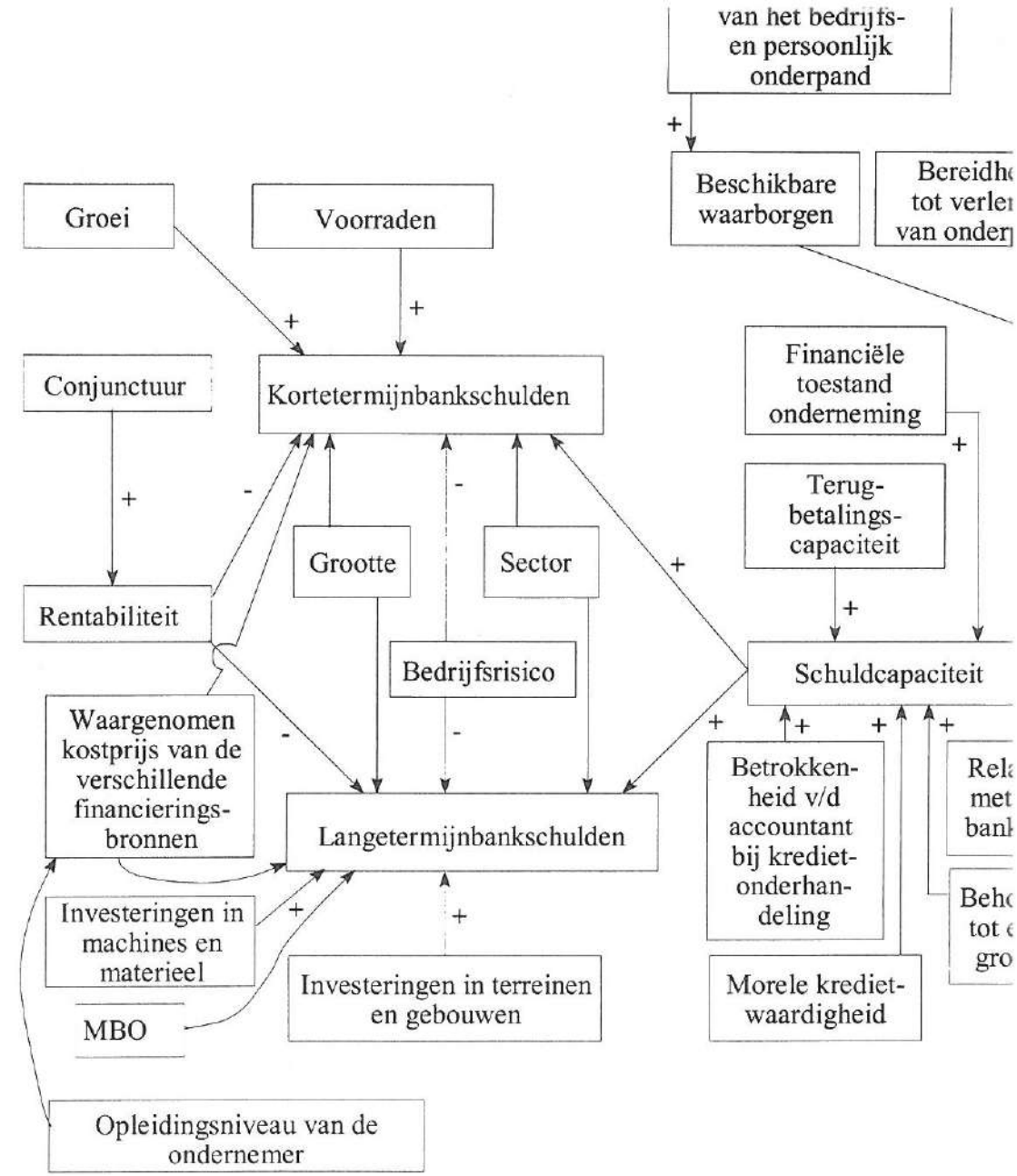
→ = knooppunt van twee of meerdere factoren die tegelijkertijd moeten voorkomen om een positieve (negatieve) invloed te hebben op ...



= heeft een positieve (negatieve) invloed op...

= heeft een invloed op...

= knooppunt van twee of meerdere factoren die tegelijkertijd moeten voorkomen om een positieve (negatieve) invloed te hebben op ...



+(-)→ = heeft een positieve (negatieve) invloed op...

→ = heeft een invloed op...

→ = knooppunt van twee of meerdere factoren die tegelijkertijd moeten voorkomen om een positieve (negatieve) invloed te hebben op ...

Bijlage 3 : Begeleidende brief en enquête.

«Firma»
«Titel» «Voornaam» «Familienaam»
«deFunctie»
«Adres» «Adres2»
«Postcode» «Gemeente»

Diepenbeek, DATUM1

Geachte «Titel» «Voornaam» «Familienaam»,

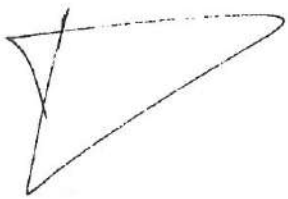
In samenwerking met het N.C.M.V. Hasselt voert de onderzoeksgroep "Financieel Management" van het Limburgs Universitair Centrum (Diepenbeek) een onderzoeksproject uit rond het thema "Financieringsstrategieën in Vlaamse K.M.O.'s."

Om het onderzoek te kunnen voltooien zijn we fel geholpen indien U bereid bent de bijgevoegde vragenlijst volledig ingevuld terug te sturen. Het invullen neemt slechts 10 minuten tijd in beslag. Om onze waardering uit te drukken voor uw inspanning zullen onder de teruggezonden vragenlijsten vijf exemplaren van het boek "Gids voor het financieel beleid in de K.M.O." (winkelwaarde 1.195 fr.) verloot worden. Daarnaast ontvangt U een samenvattend overzicht van de resultaten tegen het einde van dit jaar.

Mogen we U dan ook vragen de ingevulde vragenlijst terug te sturen vóór DATUM2. U kan daarvoor gebruik maken van bijgevoegde, geadresseerde envelop. Wij garanderen uiteraard volstrekte geheimhouding van de verstrekte gegevens. De gevraagde gegevens hebben betrekking op het boekjaar **1995.** Gelieve hiermee in de mate van het mogelijke rekening mee te houden.

Alvast bedankt voor uw welwillende hulp. Hopende op een spoedig antwoord tekenen wij,

Met de meeste hoogachting,



Prof. dr. A. Limère
Projectleider LUC

W. Voordeckers
Assistent LUC

J.P. Van Kerkhoven
Bedrijfsadviseur C.T.B
N.C.M.V.

Onderzoek naar de financieringsstrategieën in Vlaamse K.M.O.'s

Indien U een samenvattend overzicht van de resultaten wenst te ontvangen en in aanmerking wil komen om één van de vijf "Gidsen voor financieel beleid in de K.M.O." te winnen, gelieve dan hier uw naam en adres in te vullen:

Naam bedrijf : .....
Contactpersoon : .....
Adres : .....
.....

Belangrijk!

Gelieve deze vragenlijst **volledig** in te vullen opdat ze bruikbaar zou zijn! Voor bijkomende inlichtingen over deze vragenlijst kan U steeds contact opnemen met Wim Voordeckers, onderzoeksassistent op het tel. nr. 011/26.86.24 tijdens de kantooruren. De verstrekte informatie wordt door ons strikt vertrouwelijk behandeld.

1. Welke situatie sluit het **best** aan bij die van uw onderneming? (Gelieve aan te duiden met een X)
   U bent (slechts één antwoord mogelijk):

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

2. Welk is uw **opleidingsniveau** en dat van uw eventuele mede-ondernemers? (Gelieve aan te duiden met een X en te specifiëren indien gevraagd)

	Ondernemer 1	Ondernemer 2	Ondernemer 3	Ondernemer 4
lager onderwijs				
middelbaar onderwijs				
hoger onderwijs buiten de universiteit.				
Welke richting?				
universitair onderwijs.				
Welke richting?				

3. Wat is momenteel uw **leeftijd** en die van uw eventuele mede-ondernemers?

Ondernemer 1	Ondernemer 2	Ondernemer 3	Ondernemer 4
jaar	jaar	jaar	jaar

4. Hoeveel jaar (bij benadering) relevante **ervaring in een leidinggevende functie** heeft U momenteel en uw eventuele mede-ondernemers? (Reken ook het aantal jaren mee dat U eventueel in een andere onderneming een leidinggevende functie hebt uitgeoefend.)

Ondernemer 1	Ondernemer 2	Ondernemer 3	Ondernemer 4
jaar	jaar	jaar	jaar

Gelieve voor de JA/NEE-vragen het antwoord met een X aan te duiden.	JA	NEE
5. Behoort uw onderneming tot een **groep** van meerdere ondernemingen?		
6. Wat is het **oprichtingsjaar** van de onderneming?		
7. Deed U in het **verleden** beroep op **externe investeerders** (Vb. investeringsmaatschappijen?)		
Bent U bereid een beroep te doen op **externe investeerders** indien U in de **toekomst** bijkomende financiële middelen nodig heeft?		
Indien ja, bent U bereid de **absolute meerderheid** op te geven indien U bijkomende financiële middelen nodig heeft?		
8. Hebt U in uw onderneming een doelstelling inzake **solvabiliteit**? (Solvabiliteit wordt gedefinieerd als eigen vermogen gedeeld door balanstotaal)		
Indien ja, welke **solvabiliteitsratio** streeft uw onderneming na?	%	
9. Welk is volgens U een **"gezonde" solvabiliteitsratio**?	%	
10. Bij hoeveel **banken** bent U klant?		
11. Hoelang bent U al klant bij uw huidige **hoofdbankier**?	jaar	
12. Hoeveel bedragen (bij benadering) de totale kortetermijn**kredietlijnen** bij de banken? (in miljoen frank uitgedrukt)	milj. fr.	
13. Bij hoeveel banken dient U een **kredietaanvraag** in wanneer U een investering wil financieren?		
14. Over hoeveel banken zijn de **waarborgen** gespreid?		
15. Over hoeveel banken zijn de **leningen** gespreid?		
16. Wordt er een beroep gedaan op een **accountant** bij de voorbereiding van een investeringsdossier?		
Wordt er een beroep gedaan op een **financieel adviseur** bij de voorbereiding van een investeringsdossier?		

	JA	NEE
17. Wordt er een beroep gedaan op een **accountant** om de kredietonderhandeling te (helpen) voeren met de bank?		
Wordt er een beroep gedaan op een **financieel adviseur** om de kredietonderhandeling te (helpen) voeren met de bank?		
Waarom (niet)?		

18. Hoeveel **leveranciers** had U in **1995?** (bij benadering)		
19. Van hoeveel % van het totale jaarlijkse aankoopbedrag kan U zelf de **betalingsvoorwaarden** bepalen. (bij benadering)		%
20. Heeft U al ooit **problemen** gehad met een **leverancier** omdat U niet tijdig kon betalen?		
21. Stel dat u van een **leverancier** de keuze krijgt tussen betalen binnen 30 dagen of contant betalen (=binnen 10 dagen) waarvoor U dan 2% korting krijgt. Hoeveel bedraagt dan voor U bij benadering het **voordeel van contante betaling**, uitgedrukt in een % op jaarbasis? (Indien U geen idee heeft zet U een kruisje in het vakje "Geen idee").		% Geen idee
22. Op hoeveel % van het totale jaarlijkse aankoopbedrag krijgt U van de leveranciers een korting indien U contant **zou** betalen. (bij benadering)		%
23. Op hoeveel % van het totale jaarlijkse aankoopbedrag krijgt U van de leveranciers meer dan 15 dagen tijd om te betalen (ongeacht het aantal dagen dat U effectief wacht om te betalen) ? (bij benadering)		%
24. Wanneer een leverancier U bv. 2% korting geeft indien U contant zou betalen, gaat U hier dan op in?		
Indien nee, waarom niet?		

25. Rangschik de volgende **doelstellingen** van belangrijkste (cijfer 1) tot minst belangrijke (cijfer 7) voor uw onderneming.

1. Maximalisatie van de (verkoop)waarde van de onderneming.	
2. Maximalisatie van de nettowinst.	
3. Maximalisatie rentabiliteit van de eigen middelen.	
4. Groei	
5. Risicobeperking.	
6. Financiële autonomie bewaren (= geen externe aandeelhouders)	
7. Continuïteit	

26. Rangschik de volgende **financieringsbronnen** volgens **uw persoonlijke voorkeur**. De financieringsbron waar U de meeste voorkeur voor hebt krijgt cijfer 1, de financieringsbron met de minste voorkeur krijgt cijfer 6.

1.Interne financiering (via het reserveren van de winst)	
2.Leverancierskrediet	
3.Langetermijnbankkredieten (vb. investeringskrediet, financiering)	
4.Kaskrediet	
5.Vaste voorschotten (=straight loans)	
6.Kapitaalsverhoging via externe investeerders (vb. Investeringsmaatschappijen, familie, kennissen)	

27. Welke factoren spelen een rol wanneer U een **keuze** maakt om al dan niet te **financieren met bankschulden**? Duid met een X op onderstaande schaal voor ieder van de 10 factoren aan wat van toepassing is voor uw onderneming.

	Erg van toepassing				Weinig van toepassing
	1	2	3	4	5
1. Belastingvoordeel via de aftrekbaarheid van interestlasten.					
2. Groei van de onderneming versnellen.					
3. Het bedrag van de investering					
4. Onzekerheid over toekomstige winstgevendheid.					
5. Kans op financiële moeilijkheden					
6. Mogelijke beperkingen opgelegd door de banken.					
7. Inmenging bank in het ondernemingsbeleid					
8. Informatieverplichting.					
9. De aard van de investering					
10.Snelheid om over nieuwe middelen te beschikken.					

HARTELIJK DANK VOOR UW MEDEWERKING!

Bijlage 4

Tabel B.5.1

Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : OLS schatters

Vergelijking (1) Afhankelijke var. = SOLV			Vergelijking (2) Afhankelijke var. = LEV			Vergelijking (3) Afhankelijke var. = VVKT			Vergelijking (4) Afhankelijke var. = VVLT			Vergelijking (5) Afhankelijke var. = VV		
Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde
constante	-7.500	-0.22	constante	8.809	0.51	constante	2.163	0.25	constante	0.202	0.01	constante	32.50	4.89***
groei	-11.27	-3.57***	cf	-0.002	-1.55	cf	-0.002	-3.09***	cf	-0.001	-0.95	ervaring	-0.041	-0.32
controle	-1.558	-0.49	groei	9.469	3.57***	groei	-0.679	-0.88	mva1	0.545	7.57***	account	0.702	0.22
risk	-0.000	-1.25	capacite	0.038	0.81	klanten	-0.005	-0.02	mva2	0.583	6.11***	relatie	-0.006	-0.64
grootte	4.552	1.43	ken*kor	-0.086	-2.54***	voorraad	0.106	3.24**	grootte	0.301	0.18	concentr	3.037	1.93*
			1-ken*kor	-0.058	-1.45	grootte	0.132	0.16	risk	-0.000	-2.57**	bank1	-0.045	-1.21
			levaanb	0.001	3.11***	risk	0.000	0.97	groei	3.379	1.56	bank>3	-0.092	-2.41**
			grootte	-0.228	-0.14							bankshp2	2.726	2.14**
			groep	-3.491	-1.59							ev	-0.370	-5.86***
			klanten	0.314	4.91***							groep	-10.30	-3.82***
			voorraad	0.018	0.28							cf	0.004	2.39**
			macht	0.078	2.72***							opleid2	-3.959	-1.08
												opleid3	-5.164	-1.33
												opleid4	-5.672	-1.90
												opleid5	-7.042	-2.54**
R^2a =0.039 F=2.78**			R^2a=0.324 F=8.65***			R^2a=0.157 F=6.44***			R^2a=0.411 F=21.3***			R^2a=0.426 F=10.25**		

***, **, * Significant bij een significantieniveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%

Tabel B.5.2

Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 2SLS schatters

Vergelijking (1) Afhankelijke var. = SOLV			Vergelijking (2) Afhankelijke var. = LEV			Vergelijking (3) Afhankelijke var. = VVKT			Vergelijking (4) Afhankelijke var. = VVLT			Vergelijking (5) Afhankelijke var. = VV		
Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde
constante	-7.50	-0.22	constante	19.43	1.04	constante	5.474	0.57	constante	2.093	0.10	constante	26.59	3.71***
groei	-11.27	-3.70***	cf	-0.008	-3.24**	cf	-0.006	-4.11***	cf	-0.015	-4.50***	ervaring	-0.000	-0.32
controle	-1.558	-0.49	groei	10.931	4.25***	groei	0.121	0.11	mva1	0.601	7.23***	account	1.545	0.48
risk	-0.000	-1.30	capacite	0.028	0.73	klanten	-0.024	-0.83	mva2	0.845	6.50***	relatie	-0.015	-0.15
grootte	4.552	1.45	ken*kor	-0.073	-2.05**	voorraad	0.044	1.19	grootte	1.038	0.53	concentr	3.402	2.22**
			1-ken*kor	-0.044	-1.05	grootte	0.386	0.42	risk	-0.000	-3.02***	bank1	-0.058	-1.48
			levaanb	0.001	3.84***	risk	0.000	0.35	groei	5.677	1.85*	bank>3	-0.099	-2.91***
			grootte	-0.382	-0.22							bankshp2	2.827	2.26**
			groep	-3.308	-1.41							ev	-0.407	-6.74***
			klanten	0.276	4.30***							groep	-10.07	-3.64***
			voorraad	-0.078	-1.01							cf	0.009	3.06***
			macht	0.075	2.71***							opleid2	-3.803	-1.08
												opleid3	-5.038	-1.28
												opleid4	-4.480	-1.49
												opleid5	-6.845	-2.45**

**, **, * Significant bij een significantieniveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%

Tabel B.5.3

Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 3SLS schatters

Vergelijking (1) Afhankelijke var. = SOLV			Vergelijking (2) Afhankelijke var. = LEV			Vergelijking (3) Afhankelijke var. = VVKT			Vergelijking (4) Afhankelijke var. = VVLT			Vergelijking (5) Afhankelijke var. = VV		
Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde
constante	6.091	0.20	constante	27.67	1.75*	constante	-1.49	-0.19	constante	31.84	1.97	constante	27.43	4.47***
groei	-10.52	-3.86***	cf	-0.004	-1.31	cf	-0.003	-2.41**	cf	-0.009	-2.83**	ervaring	-0.114	-1.11
controle	-1.351	-0.48	groei	8.679	3.99***	groei	-0.324	-0.37	mva1	0.388	5.43***	account	3.042	1.16
risk2	0.370	0.89	capacite	0.028	0.81	klanten	0.013	0.51	mva2	0.593	5.58***	relatie	0.045	0.55
grootte	3.011	1.10	ken*kor	-0.067	-2.30**	voorraad	0.077	2.24**	grootte	-1.922	-1.34	concentr	2.712	2.31**
			1-ken*kor	-0.036	-1.21	grootte	0.652	0.86	risk2	0.001	0.56	bank1	-2.849	-0.94
			levaanb	0.001	3.07***	risk2	0.000	0.09	groei	7.236	2.64***	bank>3	-4.847	-1.85*
			grootte	-1.461	-0.98							bankshp2	1.361	1.50
			groep	-0.001	-0.06							ev	-0.351	-6.52**
			klanten	0.220	3.60***							groep	-9.497	-3.63**
			voorraad	0.036	0.45							cf	0.008	2.58***
			macht	0.054	2.29**							opleid2	-3.213	-1.34
												opleid3	-1.867	-0.59
												opleid4	-3.207	-1.28
												opleid5	-6.327	-2.29**

***, **, * Significant bij een significantieniveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%-niveau

Tabel B.5.4

Structureel model van de determinanten van de kapitaalstructuur in kleine industriële ondernemingen : 3SLS schatters

Vergelijking (1) Afhankelijke var. = SOLV			Vergelijking (2) Afhankelijke var. = LEV			Vergelijking (3) Afhankelijke var. = VVKT			Vergelijking (4) Afhankelijke var. = VVLT			Vergelijking (5) Afhankelijke var. = VV		
Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde	Determ.	Coeff.	t-waarde
constante	-5.105	-0.15	constante	21.33	1.32	constante	1.437	0.16	constante	10.78	0.64	constante	21.57	3.16***
groei	-9.726	-2.97***	cf	-0.003	-1.01	cf	-0.004	-3.23***	cf	-0.008	-2.56**	ervaring	-0.091	-0.86
controle	-2.059	-0.77	groei	8.054	2.79***	groei	-0.785	-0.93	mva1	0.388	5.44***	account	2.039	0.66
risk	-0.000	-1.67*	capacite	0.013	0.35	klanten	0.013	0.46	mva2	0.528	4.81***	relatie	0.134	1.63
grootte	4.491	1.46	ken*kor	-0.059	-2.11**	voorraad	0.069	2.17**	grootte	-0.037	-0.02	concentr	3.952	3.07***
div	0.068	0.55	1-ken*kor	-0.032	-1.12	grootte	0.437	0.51	risk	-0.000	-2.54**	bank1	-1.713	-0.59
invest	-0.142	-0.92	levaanb	0.000	2.91***	risk	0.000	0.63	groei	1.622	0.71	bank>3	-5.23	-2.03**
			grootte	-0.970	-0.66	groep	-1.996	-2.13**	groep	-0.146	-0.06	bankshp2	1.217	1.18
			groep	-2.991	-1.93*	div	0.079	1.44	div	0.301	2.78***	ev	-0.433	-7.34***
			klanten	0.239	3.66***	invest	0.047	1.35	invest	0.319	2.64***	cf	0.010	3.05***
			voorraad	0.041	0.55							opleid2	-3.261	-1.22
			macht	0.049	2.26**							opleid3	-1.576	-0.51
			div	-0.122	-1.14							opleid4	-2.486	-0.92
			invest	0.051	0.42							opleid5	-4.640	-1.70*

**, **, * Significant bij een significantieniveau van respectievelijk 1%, 5% en 10%

Geraadpleegde literatuur.

Acs, Z.J. en D.B. Audretsch (1990), "Small Firms in the 1990's", in Acs, Z.J. en D.B. Audretsch (ed.), *The Economics of Small Firms*, Kluwer, Dordrecht

Aghion, P. en P. Bolton (1992), "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies 59*, 473-494

Ahn, S. (1993), "Four Essays in Corporate Finance : Economic Incentives in Financial Contracting and Pension Management", Doctoral Dissertation, Stanford University.

Akerlof, G.A. (1970), "Market for 'Lemons' : Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics 59*, 473 - 494

Altman, E. I. (1984), "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question", *Journal of Finance 39(4)*, 1067-1089

Allen, D.E. (1993), "The Pecking Order Hypothesis : Australian Evidence", *Applied Financial Economics 3*, 101-112

Ang, J.S. (1991), "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management", *Journal of Small Business Finance 1(1)*, 1 - 13

Ang, J.S. (1992), "On the Theory of Finance for Privately Held Firms", *Journal of Small Business Finance 1(3)*, 185 - 203

Ang, J.S., J.H. Chua en J.J. McConnell (1982), "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy : A Note", *Journal of Finance 37(1)*, 219-226

Ang, J.S., J.W. Lin en F. Tyler (1995), "Evidence on the Lack of Separation Between Business and Personal Risks Among Small Businesses", *Journal of Small Business Finance 4(2/3)*, 197 - 210

Asselbergh, M. (1996), *Een onderzoek naar de determinanten van het Debiteurenbeheer in ondernemingen : een financieel-economische versus transactiekostentheoretische benadering, met toetsing op de uitbestedingsbeslissing*, Niet gepubliceerd doctoraal proefschrift, RUCA

Baker, G.P. en K.H. Wruck (1989), "Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buyouts", *Journal of Financial Economics 25*, 163-190

Barnea, A., R.A. Haugen en L.W. Senbet (1981), "Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure : A Review", *Financial Management 10*, 7-22

Barton, S.L. en P.J. Gordon (1987), "Corporate Strategy : Useful Perspective for the Study of Capital Structure?", *Academy of Management Review 12(1)*, 67 - 75

Barton, S.L. en C.H. Matthews (1989), "Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective", *Journal of Small Business Management*, 1 - 7

Baskin, J. (1989), "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", *Financial Management 10*, 26-35

Baumol, W. J. (1993), "Formal Entrepreneurship Theory in Economics : Existence and Bounds", *Journal of Business Venturing 8*, 197 - 210

Baxter, N.D. (1967), "Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital", *Journal of Finance 22(4)*, 395-403

Berens, J.L. en C.J. Cuny (1995), "The Capital Structure Puzzle Revisited", *Review of Financial Studies 8(4)*, 1185-1208

Berger, A.N. en G.F. Udell (1995), "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance", *Journal of Business 68(3)*, 351-381

Berger, A.N. en G.F. Udell (1998), "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking and Finance 22*, 613-673

Berndt, E.R. (1991), *The Practice of Econometrics*, First Edition, Addison-Wesley, New York

Bester, H (1987), "The Role of Collateral in Credit Markets with Imperfect Information.", *European Economic Review 31*, 887 - 899

Bettner, M.S., C. Robinson en E. McGoun (1994), "The Case for Qualitative Research in Finance", *International Review of Financial Analysis (3)1*, 1-18

Biais, B. en C. Gollier (1997), "Trade Credit and Credit Rationing", *Review of Financial Studies 10(4)*, 903-937

Biesmans, W.G. en J. van der Meer-Kooistra (1994a), "Case Research voor Bedrijfskundig Onderzoek 1", *Bedrijfskunde 66(1)*, 51-56

Biesmans, W.G. en J. van der Meer-Kooistra (1994b), "Case Research voor Bedrijfskundig Onderzoek 2", *Bedrijfskunde 66(2)*, 95-104

Binks, M.R. en C.T. Ennew (1996), "Growing Firms and the Credit Constraint", *Small Business Economics 8*, 17 - 25

Binks, M.R., C.T. Ennew en G.V. Reed (1992), "Information Asymmetries and the Provision of Finance to Small Firms", *International Small Business Journal 11(1)*, 35-46

Bonoma, T. V. (1985), "Case Research in Marketing : Opportunities, Problems, and a Process", *Journal of Marketing Research 12*, 199 - 208

Boot, A. en H. Wijn (1991), "Insolventie, Vermogensstructuur en Vermogensmarkt", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 22-32

Boot, A. en K. Cools (1997), "Financieel Beleid op Drijfzand", *Maandblad van Accountancy en Bedrijfseconomie*, 296-304

Bourgeois, L.J. (1979), "Toward a Method of Middle-Range Theorizing", *Academy of Management Review 4(3)*, 443-447

Brainard, W.C. en J. Tobin (1968), "Pitfalls in financial model building", *American Economic Review 58*, 99-122

Brealey, R.A. en S.C. Myers (1991), *Principles of Corporate Finance*, Fourth Edition, MCGraw-Hill, New York

Brealey, R.A. en S.C. Myers (1996), *Principles of Corporate Finance*, Fifth Edition, MCGraw-Hill, New York

Brennan, M.J., V. Maksimovic en J. Zechner (1988), "Vendor Financing", *Journal of Finance 43(5)*, 1127-1141

Brigham, E.F. en L.C. Gapinski (1991), *Financial management*, 6de editie, Chicago, The Dryden Press, 995 blz.

Brophy, D.J. en J.M. Shulman (1992), "A Finance Perspective on Entrepreneurship Research", *Entrepreneurship : Theory and Practice*, 61 - 71

Buijink, W. (1992), *Empirical financial accounting research, compliance with regulation, distibutional properties of financial ratios and demand for external auditing*, Universitaire pers, 139 blz.

Bygrave, W.D. (1993), "Theory Building in the Entrepreneurship Paradigm", *Journal of Business Venturing 8*, 255-280

Calcagnini, G. en D. Iacobucci (1997), "Small Firm Investment and Financing Decisions : An Option Value Approach", *Small Business Economics 9*, 491-502

Campbell, S.V. (1997), "An Investigation of the Direct Costs of Bankruptcy Reorganization for Closely Held Firms", *Journal of Small Business Management*, 21-29

Chant, E.M. en D.A. Walker (1988), "Small Business Demand for Trade Credit", *Applied Economics 20*, 861 - 876

Chittenden, F. , G. Hall en P. Hutchinson (1996), "Small firm growth, access to capital markets and financial structure : review of issues and an empirical investigation", *Small Business Economics 8*, 59-67

Churchill, N.C. en V.L. Lewis (1983), "The Five Stages of Small Business Growth", *Harvard Business Review*

Cliff, N. en D.J. Krus (1976), "Interpretation of canonical analysis : rotated vs. unrotated solutions", *Psychometrika 41*, 35-42

Coase, R.H. (1937), "The Nature of the Firm", *Economica 4*, 386-405

Coenegrachts, J. (1996), "Financial Behaviour of Growing SME's : The Role of Supplier's Credit : an exploratory Research", *Proceedings Rent X*, November 20-23, Brussel

Colot, V. en P.A. Michel (1994), "Towards a Financial Theory Adapted to SME's: reflection on an emerging science", Paper presented at the 8th Nordic Conference on Small Business Research.

Constand, R.L. , J.S. Osteryoung en D.A. Nast (1991a), "Revolving Asset-Based Lending Contracts and the Resolution of Debt-Related Agency Problems", *Journal of Small Business Finance 1(1)*, 15 - 28

Constand, R.L., J.S. Osteryoung en D.A. Nast (1991b), "Asset-based financing and the determinants of capital structure in the small firm", in R. Yazdipour, ed., *Advances in small business finance*, Kluwer Academic Publishers, Boston, Massachusetts, 29-45

Cooley, P.L. en C.E. Edwards (1983), "Financial Objectives of Small Firms", *American Journal of Small Business 8(1)*, 27 - 31

Cools, C. (1990), "Determinanten van de Vermogensstructuur", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie 64(9)*, 87-101

Cools, C. (1993), "Capital Structure Choice : Confronting (meta)theory, Empirical Tests and Executive Opinion", Tilburg : Doctoral Dissertation.

Copeland, T. en F. Weston (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, 3de editie, Addison-Wesley, Reading

Cornell, B. en A.C. Shapiro (1987), "Corporate Stakeholders and Corporate Finance", *Financial Management 16*, 5 -14

Cornell, B. en A.C. Shapiro (1988), "Financing Corporate Growth", *Journal of Applied Corporate Finance*, 6-22

Cressy, R. (1995), "Business Borrowing and Control : A Theory of Entrepreneurial Types", *Small Business Economics 7*, 291-300

Cressy, R. en Olofsson (1997), "European SME Financing : An Overview", *Small Business Economics 9*, 87-96

De Angelo, H. en R. Masulis, (1980), "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics 8(1)*, 3-29

de Haan, L. (1992), "Solvabiliteit en pik-ordegedrag", *Economische Statistische Berichten 8-4*, 344-348

de Jong, A., C.H. Veld en J. Grazell (1998), "Alternatieve Onderzoeksmethoden in de Ondernemingsfinanciering", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 259-267

De Meza, D. en C. Southey (1996), "The Borrower's Curse : Optimism, Finance and Entrepreneurship", *The Economic Journal 106*, 375 -386

De Meza, D. en D.C. Webb (1987), "Too Much Investment : A Problem of Asymmetric Information.", *Quarterly Journal of Economics*, 281 - 291

Deloof, M. (1995), "Verbondenheid en Financiering van Belgische ondernemingen", *Maandschrift Economie*, 59, 298-323

Deloof, M. en M. Jegers (1997), " Trade Credit, Corporate Groups, and the Financing of Belgian Firms", Research Paper V.U.B

Deloof, M. en I. Verschueren (1997), "De determinanten van de kapitaalstructuur van belgische ondernemingen", Research Paper V.U.B.

Diamond, D. (1989), "Reputation Acquisition in Debt Markets", *Journal of Political Economy 97(4)*, 828-860

Donckels, R., J. Degadt, P. Michel en L. Bragard (1987), *Financieel Beleid en Financiering van KMO's in België*, W. Brondeel, Leuven.

Donckels, R. (ed.) e.a. (1993), *K.M.O. 's ten voete uit*, Roularta Books, Brussel

Donaldson, G. (1961), Corporate Debt Capacity, Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.

Donaldson, G. (1984), *Managing Corporate Wealth : The operation of a Comprehensive Financial Goals System*, First Edition, Praeger Publishers, New York

Durinck, E., E. Laveren en N. Lybaert (1997), "The Impact of Sales Growth above a Sustainable Level on the Financing Choice of Belgian Industrial SME's", *Working Paper 97-257 UFSIA*

Eisenhardt, K.M. (1989), "Building Theories from Casestudy Research", *Academy of Management Review 14(4)*, 532 - 550

Emery, G.W. (1984), "A Pure Financial Explanation for Trade Credit", *Journal of Financial and Quantitative Analysis 19(3)*, 271 - 285

Emery, G.W. (1988), "Positive Theories of Trade Credit", *Advances in Working Capital Management vol. 1*, 115 - 130

Emery, D.R. en J.D. Finnerty (1991), *Principles of Finance*, West Publishing Company, St. Paul

Evans, D.S. en B. Jovanovic (1989), "An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints", *Journal of Political Economy 97(4)*, 808-827

Ferri, H. en W. Jones (1979), "Determinants of Financial Structure : a New Methodological Approach", *Journal of Finance 3*, 631-644

Ferris, J.S. (1981), "A Transactions Theory of Trade Credit Use", *Quarterly Journal of Economics 94(2)*, 243-270

Frankfurter, G.M. en G.C. Phillippatos (1992), "Financial Theory and the Growth of Scientific Knowledge: From Modigliani and Miller to 'an Organizational Theory of Capital Structure'", *International Review of Financial Analysis 1(1)*, 1-15

Fomby, T.B., R.C. Hill en S.R. Johnson (1984), *Advanced Econometric Methods*, First Edition, Springer-Verlag, New York.

Fornell, C. en D.F. Larcker (1980), " The use of canonical correlation analysis in accounting research", *Journal of Business Finance and Accounting 7(3)*, 455-473

Galesne, A. (1996), "Le Compte d'Exploitation-Client : Instrument d'Appréciation des Relations Banque-Entreprise", document d'apppui Conference 18 avril L.U.C., Diepenbeek

Glaser, B. en A. Strauss (1967), *The Discovery of Grounded Theory : Strategies for Qualitative Research*, Chicago, Aldine

Grossman, S.J. en O.D. Hart, (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy 94(4)*, 691-719
Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometrics*, Third Edition, McGraw-Hill, New York

Hand, J.H., W.P. Lloyd en R.B. Rogow (1982), "Agency Relationships in Close Corporation", *Financial Management*, 25-30

Harris, M. en A. Raviv, (1990), "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance 45(2)*, 321-349

Harris, M. en A. Raviv, (1991), "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance 46(1)*, 297-355

Hart, O. en J. Moore (1994), "A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital", *Quarterly Journal of Economics 109*, 841-879

Hart, O. en J. Moore (1995), "Debt and Seniority : An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management", *American Economic Review 85(3)*, 567-585

Hart, O. en J. Moore (1998), "Default and Renegotiation : A Dynamic Model of Debt", *Quarterly Journal of Economics 113(1)*, 1-41

Haugen, R.A. en L.W. Senbet, (1978), "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure", *Journal of Finance 33(2)*, 383-393

Hay, D.A. en H. Louri (1989), "Firms as portfolios : a mean-variance analysis of unquoted UK companies", *Journal of Industrial Economics 28(2)*, 141-165

Hilten, O. , P.M. Kort en P. Loon (1993), *Dynamic Policies of the Firm : An Optimal Control Approach*, Berlin : Springer-Verlag.

Hinnekens, L. En F. Vreys (1964), *De Financieringsproblematiek van de kleine en middelgrote ondernemingen*, Centrum voor Economische Studiën, Universitaire Boekhandel Uystpruyst, Leuven

Holmes, S. en P. Kent (1991), "An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises", *Journal of Small Business Finance 1(2)*, 141-154

Horvitz, P.M. en R.R. Petit (1984), *Small Business Finance*, JAI Press, Greenwich

Hunt, P., C.M. Williams en G. Donaldson (1974), *Basic Business Finance*, Richard D. Irwin, Homewood, Illinois

Hutchinson, R.W. (1995), "The Capital Structure and Investment Decisions of the Small Owner-Managed Firm: Some Exploratory Issues", *Small Business Economics 7*, 231 - 239

Jalilvand, A. en R. Harris (1984), "Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets : An Econometric Study", *Journal of Finance 39(1)*, 127-145

Jegers, M. en W. Buijink (1987), "The reliability of financial accounting data bases: some Belgian evidence", *International Journal of Accounting : Education and Research 23(1)*, 1-21

Jensen, M.C., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review 76*, 323-329

Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics 3*, 305-360

Johnson, R.A. en D.W. Wichern (1988), *Applied multivariate statistical analysis*, 2de editie,Englewood Cliffs, Prentice Hall.

Johnston, J. (1991), *Econometric Methods*, Third Edition, McGraw-Hill, London

Keasey, K. ,P. McGuinness en H. Short (1992), "New Issues on the UK unlisted Securities Market : the Ability of Entrepreneurs to Signal Firm Value", *Small Business Economics 4(1)*, 15-27

Keasey, K. en R. Watson (1993), *Small Firm Management : Ownership, Finance and Performance.*, Blackwell Publishers : Oxford.

Keasey, K. en R. Watson (1995), "The Bank Financing of Small Unlisted Firms in the UK: An Analysis of Recent Conflicts.", *Journal of Small Business Finance 4(2/3)*, 143 - 163

Kennedy, P. (1992), *A Guide to Econometrics*, Third Edition, Blackwell, Oxford.

Kim, E.H. (1978), "A Mean-variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity", *Journal of Finance 33(1)*, 45 - 63

Kraus, A. en R.H. Litzenberger (1973), "A State-preference Model of Optimal Financial Leverage", *Journal of Finance 28*, 911 - 922

Kvale, S. (1989), "To Validate is to Question", in S. Kvale ed., *Issues of validity in qualitative research*, Studentlitteratur; Lund, Sweden, 73-92

Lambert, Z.V. en R.M. Durand (1975),"Some precautions in using canonical analysis", *Journal of Marketing Resarch 12*, 468-475

Landström, H. (1992), "The Relationship Between Private Investors and Small Firms : an Agency Approach", *Entrepreneurship & Regional Development 4*, 199-223

Laveren, E. (1991), "Meer dan Drie Decennia Denken over het Vraagstuk van de Optimale Kapitaalstructuur", *Economische en Sociaal Tijdschrift*, 677 - 704

Laveren, E. , E. Durinck en J. Vandenbroucke (1995), "Financieringskeuze en Financieringshiërarchie : Resultaten van een Empirisch Onderzoek in Belgische Ondernemingen", Working paper 25-225 UFSIA

Lee, Y.W. en J.D. Stowe (1993), "Product Risk, Asymmetric Information, and Trade Credit", *Journal of Financial and Quantitave Analysis 28(2)*, 285-300

Leeth, J.D. en J.A. Scott (1989), "The Incidence of Secured Debt : Evidence from the Small Business Community.", *Journal of Financial and Quantitative Analysis 24(3)*, 379 - 394

Le Cornu, M.R., R.G.P. McMahon, D.M. Forsaith en A.M.J. Stanger (1996), "The Small Enterprise Financial Objective Function", *Journal of Small Business Management 34(3)*, 1-14

Leland, H.E. en D.H. Pyle (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", *Journal of Finance 32(2)*, 371 - 387

Levin, R.I. en V.R. Travis (1987), "Small Company Finance : What the Books Don't Say", *Harvard Business Review*, 30-35

Limère, A. (1997), "Verschil in Prestaties Tussen Kleine, Middelgrote en Grote Bedrijven. Een Vergelijking voor de periode 1985-1995.", *Kwartaalschrift Accountancy en Bedrijfskunde 22(3)*, 3-15

Long, M.S., I.B. Malitz en S.A. Ravid (1993), "Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability", *Financial Management 22(4)*, 117-127

Maksimovic, V. en S. Titman, (1991), "Financial Policy and Reputation for Product Quality", *Review of Financial Studies 4(1)*, 175-200

Mann, R.J. (1997), "The Role of Secured Credit in Small-Business Lending", *The Georgetown Law Journal 86(1)*, 1-44

March, J.G. (1978), "Bounded Rationality, Ambiguity, and the Engineering of Choice", *Bell Journal of Economics 9(2)*, 587 - 608

March, P. (1982), "The Choice Between Equity and Debt : An Empirical Study", *Journal of Finance 37(1)*, 121-144

Masulis, R. (1988), *The Debt-Equity Choice*, First Edition, Ballinger Publishing Company

McConnell, J.J. en R.R. Pettit (1984), "Application of the Modern Theory of Finance to Small Business Firms", in P.M. Horvitz and R.R. Pettit (eds.), *Small Business Finance 1*, Greenwich, Connecticut : JAI Press.

McMahon, R. en A. Stanger (1995), "Understanding the Small Entreprise Financial Objective Function", *Entrepreneurship : Theory and Practice 17(2)*, 21 - 39

McMahon, R.G, S. Holmes, P.J. Hutchinson en D.M. Forsaith (1993), *Small Entreprise Financial Management*, Harcourt Brace, Londen.

Merton, R.K. (1968), *Social Theory and Social Structure*, Third Edition, The Free Press, New York

Michaelas, N. , F. Chittenden en P. Poutziouris (1999), "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SME's : Empirical Evidence from Company Panel Data", *Small Business Economics 12*, 113-130

Miles, M.B. en A.M. Huberman (1994), Qualitative Data Analysis, 2de druk, Sage Publications, London.

Miller, M.H. (1977), "Debt and Taxes", *Journal of Finance 32(2)*, 261-275

Modigliani, F. en M.H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review 48(3)*, 261-297

Modigliani, F. en M.H. Miller (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : a Correction", *American Economic Review 53(3)*, 433-443

Myers, S.C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics 5*, 147 - 175

Myers, S.C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance 34(3)*, 575-592

Myers, S.C. (1994), "Still Searching for Optimal Capital Structure", *Journal of Applied Corporate Finance*, 4-14

Myers, S.C. en N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics 13*, 187 - 221

Norton, E. (1990), "Similarities and Differences in Small and Large Corporation Beliefs about Capital Structure Policy", *Small Business Economics 2*, 229-245

Norton, E. (1991a), "Capital Structure and Small Growth Firms", *Journal of Small Business Finance 1(2)*, 161-177

Norton, E. (1991b), "Capital Structure and Small Public Firms", *Journal of Business Venturing 6*, 287-303

Ooghe, H. en N. Vanovenberghe (1989), "Beurs en Tweede Markt in België", *Tijdschrift voor Economie en Management 34(3)*, 331-348

Ooghe, H. en C. Van Wymeersch (1994), *Financiële Analyse van de onderneming*, 6de editie, Kluwer, Zaventem

Ooghe, H., E. Verbaere en M. Coucke (1988), "Ondernemingsdimensie en Financiële Structuur", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, 62-78

Osteryoung, J.S., D.L. Newman en L.G. Davies (1997), *Small Firm Finance. An Entrepreneurial Analysis*, The Dryden Press, Harcourt Brace

Parkhe, A. (1993), " 'Messy' Research, Methodological Predispositions, and Theory Development in International Joint Ventures", *Academy of Management Review 18(2)*, 277 - 268

Petersen, M.A. en G.R. Rajan (1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence From Small Business Data", *Journal of Finance 49(1)*, 3-37

Petersen, M.A. en G.R. Rajan (1997),"Trade Credit : Theories and Evidence", *Review of Financial Studies 10(3)*, 661-691

Pettit, R.R. en R.F. Singer (1985), "Small Business Finance: A Research Agenda", *Financial Management*, 47 - 60

Pinegar, J.M. en L. Wilbrecht (1989), "What Managers Think of Capital Structure Theory : A Survey", *Financial Management*, 82-89

Reid, G.C. (1996), "Financial Structure and the Growing Small Firm: Theoretical Underpinning and Current Evidence", *Small Business Economics 8*, 1 - 7

Reuter, J. (1971), *La Structure Financière des Entreprises en Belgique*, Centre d'études Bancaires et Financières.

Robichek, A.A. en S.C. Myers (1966), "Problems in the Theory of Optimal Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1-35

Ross, S. (1977), "The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach", *Bell Journal of Economics*, 23-40

Rubinstein, M.E. (1973), "A Mean-Variance Synthesis of Corporate Financial Theory", *Journal of Finance*, 167-181

Ryan, B. ,R.W. Scapens en M. Theobald (1993), *Research Methods and Methodology in Finance and Accounting*, 2de druk, Academic Press, Harcourt Brace, London

Shenoy, C. en P.D. Koch (1996), "The Firm's Leverage-Cash Flow Relationship", *Journal of Empirical Finance 2*, 307-331

Scherr, F.C., T.F. Sugrue and J.B. Ward (1993), "Financing the Small Firm Start-up : Determinants of Debt Use", *Journal of Small Business Finance 3(1)*, 17-36

Schnabel, J.A. (1992), "Small Business Capital Structure Choice", *Journal of Small Business Finance 2(1)*, 13-21

Schwartz, R.A. (1974), "An Economic Model of Trade Credit", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 643 - 657

Scott, J.H. (1976), "A Theory of Optimal Capital Structure", *Bell Journal of Economics*, 33-54

Scott, J.H. (1977), "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance 32(1)*, 1-19

Scott, M. en R. Bruce (1987), "Five Stages of Growth in Small Business", *Longe Range Planning 20(3)*, 45 - 52

Scott, D.F. en D.J. Johnson (1982), "Financing Policies and Practices in Large Corporations", *Financial Management*, 51-59

Smaling, A. (1992), "Objectiviteit, Betrouwbaarheid en Validiteit", in Methodologie voor bestuurskundigen. Stromingen en Methoden, Bruinsma G. en M. Zwanenburg (red.), 299-322

Smith, J.K. (1987), "Trade Credit and Informational Asymmetry", *Journal of Finance 42(4)*, 863 - 872

Stiglitz, J.E. (1969), "A Re-examination of the Modigliani- Miller Theorem", *American Economic Review*, 784-793

Stiglitz, J.E. (1988), "Why Financial Structure Matters", *Journal of Economic Perspectives 2(4)*, 121-126

Stiglitz, J.E. en A. Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information.", *American Economic Review*, 393 - 410

Stowe, J.D. , C.J. Watson en T.D. Robertson (1980), "Relationships between the two sides of the balance sheet : a canonical correlation analysis", *Journal of Finance 35(4)*, 973 - 980

Strauss, A. en J. Corbin (1990), *Basics of Qualitative resaerch. Grounded theory procedures and techniques*, Sage, Newbury Park, California Sage.

Strauss, A. en J. Corbin (1994), "Grounded Theory Methodology", in Denzin, N.K. en Y.S. Lincoln, *Handbook of Qualitative Research*, California : Sage Publications, 273-285

Stulz, R.M. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics 26(1)*, 3-27

Taub, A.J. (1975), "The Determinants of the Firm's Capital Structure", *Review of Economics and Statistics 57*, 410-416

Tempelaar, F.M. (1988), "Financieringstheorie en Ondernemingsdoel", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 444-460

Taylor, S.J. en R. Bogdan (1984), *Introduction to Qualitative Research Methods The Search for Meanings*, 2de editie, New York, Wiley

Thompson, B. (1984), *Canonical correlation analysis*, Sage, Beverly Hills, 71 blz.

Timmermans, T. en H. De Doncker (1998), "La Structure de Financement des Sociétés non financières", *Revue de la Banque/Bank- en Financiewezen 8*, 418-421

Tinic, S.M. (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *Journal of Finance 43*, 789-822

Titman, S. (1984), "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision", *Journal of Financial Economics 13(1)*, 137-152

Titman, S. en R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance 43(1)*, 137-151

Van Auken, H.E. en T. Holman (1995), "Financial strategies of small , public firms : a comparative analysis with small, private firms and large, public firms", *Entrepreneurship : Theory and Practice*, 29-41

Van der Wijst, D. (1989), *Financial Structure in Small Business. Theory, Tests and Applications*, Berlin : Springer-Verlag.

Van der Wijst, N en R. Thurik (1993), "Determinants of Small Firm Debt Ratio's : An Analysis of Retail Panel Data", *Small Business Economics 5*, 55-65

Vanhorne, J.C. (1995), *Financial Management and Policy*, 10de editie, Prentice-Hall, London

Vermaelen, T. (1985), "Agency-Theorie: Oorzaken en Gevolgen van Belangentegenstellingen in de Onderneming.", *Economisch en Sociaal Tijdschrift (3)*, 313 - 322

Vesper, K.H. (1990), "New Venture Strategies", Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

Viscione, J.A. (1986), "How Long Should You Borrow Short Term?", *Harvard Business Review*, 20-24

Voordeckers, W. (1996), "De Keuze tussen Eigen Vermogen en Schuldfinanciering : een Theoretisch Overzicht", *Cahiers Economiques de Bruxelles 38(2)*, 161 - 195

Voordeckers, W. (1998), "Financieringsstrategieën in kleine industriële ondernemingen", *Economisch en Sociaal Tijdschrift (52)3*, 345-369

Walker, D.A. (1985), "Trade credit supply for small businesses.", *American Journal of Small Business 9(3)*, 30-40

Walker, D.A. (1989), "Financing the Small Firm", *Small Business Economics 1*, 285 -296

Warner, J. (1977), "Bankruptcy Costs : Some Evidence", *Journal of Finance 32(2)*, 337-347

Welsh, J.A. en J.F. White (1981), "A Small Business is Not a Little Big Business", *Harvard Business Review*, 18 - 32

Whetten, D. (1989), "What Constitutes a Theoretical Contribution?", *Academy of Management Review 14(4)*, 490-495

White, H. (1980), "A Heteroskedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", *Econometrica 48(4)*, 817-838

Williamson, O.E. (1979), "Transaction-Cost Economics : The Governance of Contractual Relations", *Journal of Law and Economics 22*, 3-61

Williamson, O.E. (1981), "The Modern Corporation : Origins, Evolution, Attributes", *Journal of Economic Literature 19*, 1537-1568

Williamson, O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York : Free Press.

Williamson, O.E. (1988), "Corporate Finance and Corporate Governance", *Journal of Finance 43(3)*, 567-591

Yazdipour, R. (ed.) (1991), *Advances in small business finance*, Kluwer Academic Publishers, Boston, Massachusetts, 29-45

Yazdipour, R. (1994), "Entrepreneurship Theory : Possible Contributions to Small Business Finance", *Journal of Small Business Finance 3(2)*, 165 - 166

Yin, R.K. (1994), *Case Study Research : Design and Methods*, Second Edition, Sage Publications, London

Yu, H. (1994), "Participation Financing as a Solution to the Agency Problem of Perk Consumption in Small Firms", *Journal of Small Business Finance 3(3)*, 215-227

Zwiebel, J. (1996), "Dynamic Capital Structure under Managerial Entrechment", *American Economic Review 86(5)*, 1197-1215