

# De rol van de aandelen in de financiering van de Belgische vennootschappen

V. Baugnet  
G. Wuyts

## Inleiding

Bedrijven worden op lange termijn geconfronteerd met twee soorten financiële beslissingen. Ten eerste dienen ze na te gaan welke investeringen ze zullen doen, wat in de literatuur «capital budgeting» wordt genoemd. Ten tweede dienen ze te beslissen op welke manier ze die investeringen zullen financieren. In het algemeen heeft een bedrijf de keuze tussen een brede waaier van bronnen om reële investeringen te financieren. Zo kan het een beroep doen op interne financiering, schuldverbintenissen aangaan of aandelen uitgeven. Dit artikel spitst zich toe op die financieringsbeslissing; meer specifiek is het de bedoeling een analyse te bieden van de rol van aandelen in de financiering van Belgische bedrijven, zowel wat betreft het belang als wat betreft de determinanten die aan de basis liggen van die keuze.

Het eerste deel van dit artikel analyseert allereerst de plaats die de aandelen innemen in de financiering van de Belgische niet-financiële vennootschappen op basis van de financiële rekeningen. Vervolgens wordt het specifieke belang van respectievelijk de niet-genoteerde en de genoteerde aandelen besproken.

Het tweede deel behandelt de determinanten van de kapitaalstructuur, waarbij wordt nagegaan welke factoren de ondernemingen kunnen aanzetten tot een financiering via aandelen. Na een overzicht van de theorie van de kapitaalstructuur volgt een empirische analyse van de kapitaalstructuur van de Belgische niet-financiële vennootschappen.

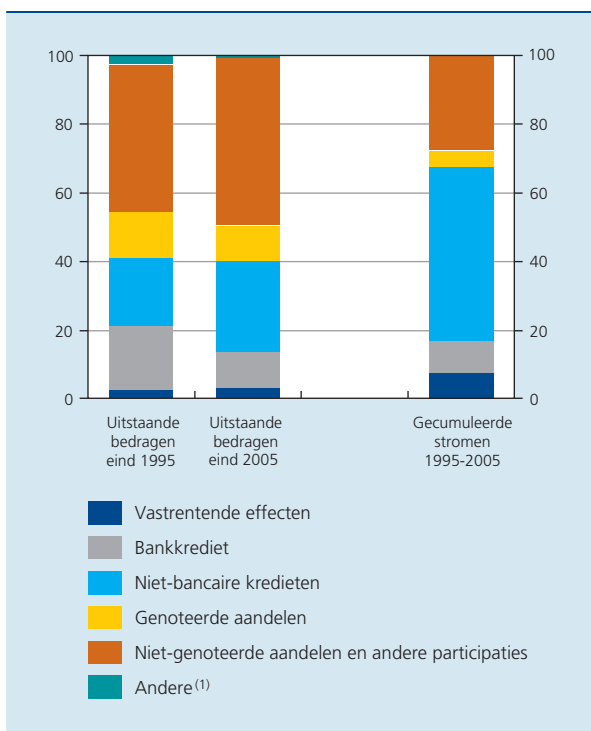
Het derde deel behandelt tenslotte de invloed van macro-economische variabelen, zoals de reële en financiële investeringen en de financieringskosten, op de timing van de aandelenemissies. Hierbij baseert men zich op een analyse van de kosten die voor de Belgische ondernemingen verbonden zijn aan de financiering via de uitgifte van genoteerde aandelen.

## 1. Financiering van de niet-financiële vennootschappen in België

### 1.1 Overzicht

Uitgiften van aandelen zijn een belangrijke financieringsbron voor de niet-financiële vennootschappen in België. Tijdens de periode 1995-2005 maakten die emissies 32 pct. uit van de nieuwe gecumuleerde verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen, namelijk 27 pct. voor de niet-genoteerde aandelen en de andere participaties en 5 pct. voor de genoteerde aandelen. Die emissies vormden het tweede belangrijkste financieringskanaal, waarbij de eerste plaats, met 51 pct. van het totaal, werd ingenomen door het niet-bancaire krediet, dat voornamelijk bestaat uit leningen afkomstig van andere niet-financiële vennootschappen, zowel Belgische als buitenlandse. De niet-financiële vennootschappen maken eveneens, zij het in mindere mate, gebruik van bankkrediet en van de uitgifte van vastrentende effecten, die respectievelijk 9 en 7 pct. van de globale gecumuleerde financieringsstromen voor de periode 1995-2005 vertegenwoordigden.

**GRAFIEK 1** FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN IN BELGIË  
(opsplitsing naar instrument, procenten van het totaal)



Bron: NBB.

(1) Omvat bepaalde handelskredieten en transitorische posten.

Ten opzichte van de financieringsstructuur van de Belgische ondernemingen in het verleden, werd het afgelopen decennium gekenmerkt door een minder belangrijke rechtstreekse rol van de banken en door een forse groei van de geldstromen tussen ondernemingen, zowel verbonden als niet-verbonden ondernemingen en zowel Belgische als buitenlandse bedrijven; die geldstromen waren belichaamd in leningen of participatienemingen. Het directe beroep op de financiële markten, via de uitgifte van genoteerde aandelen of via vastrentende effecten, bleef stabiel in de globale financieringsstructuur van de Belgische ondernemingen, wat niet wegnam, zoals later in het artikel wordt aangetoond, dat er een opeenvolging was van periodes met zwakke en sterke emissies, onder meer voor de genoteerde aandelen.

Uit de voor het eurogebied beschikbare gedeeltelijke statistieken blijkt dat de Belgische ondernemingen zich de laatste tien jaar in ruimere mate dan de ondernemingen in het eurogebied hebben gefinancierd door niet-genoteerde aandelen uit te geven en minder door schuld (bankkrediet en bedrijfsobligaties samen) aan te gaan. Het beroep op de beurs bleek dan weer globaal overeen te stemmen met dat in het eurogebied.

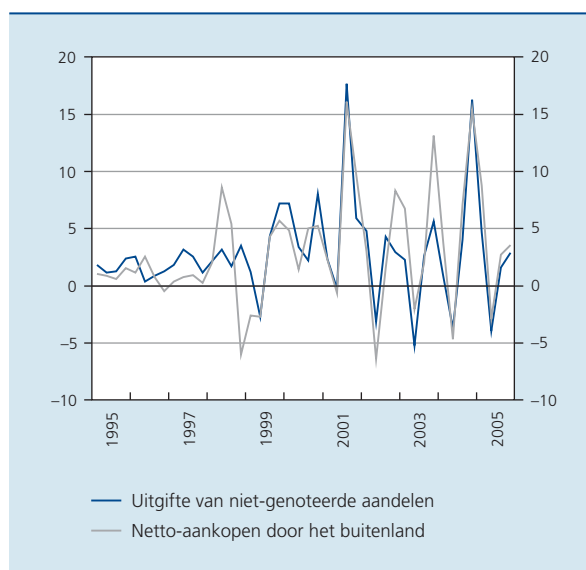
De in dit artikel toegelichte stroomstatistieken betreffende de uitgiften van genoteerde en niet-genoteerde aandelen bevatten de inbreng van contanten bij de oprichting van een vennootschap of een kapitaalverhoging, alsook de uitgiftepremies in contanten bij een kapitaalverhoging, waarvan de kapitaalverminderingen in de vorm van terugbetalingen aan de aandeelhouders worden afgetrokken. De inbreng in natura, de schrappingen van de notering, de faillissementen en de beursintroducties zonder uitgifte van nieuwe aandelen zijn niet in de stroomstatistieken opgenomen, maar beïnvloeden wel de statistieken met de uitstaande bedragen.

## 1.2 Niet-genoteerde aandelen

De aandelenuitgifte door Belgische ondernemingen bestaat hoofdzakelijk – voor meer dan 85 pct. – uit niet-genoteerde aandelen en andere participaties.

De emissie van niet-genoteerde aandelen berust op soms zeer sterk uiteenlopende beweegredenen en realiteiten. Zo namen de buitenlandse directe investeringen een belangrijk deel van die uitgiftestromen voor hun rekening, zoals blijkt uit de gezamenlijke ontwikkeling van die twee variabelen sinds het midden van de jaren negentig. Die stromen zijn wellicht toe te schrijven aan vrij grote ondernemingen, die eventueel onderling verbonden zijn

**GRAFIEK 2** UITGIFTE VAN NIET-GENOTEERDE AANDELEN DOOR DE BELGISCHE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN EN NETTO-AANKOPEN DOOR HET BUITENLAND  
(driemaandelijkse stromen, miljarden euro's)



Bron: NBB.

of gelieerd zijn met buitenlandse vennootschappen die de genoemde ondernemingen middelen verschaffen via aankopen van aandelen of participatienemingen. De in België gevestigde coördinatiecentra, die fungeren als tussenschakel voor de financiering van zowel Belgische als buitenlandse vennootschappen, financieren zich voornamelijk via de uitgifte van niet-genoteerde aandelen, en liggen aldus ten grondslag aan een belangrijk deel van die stromen.

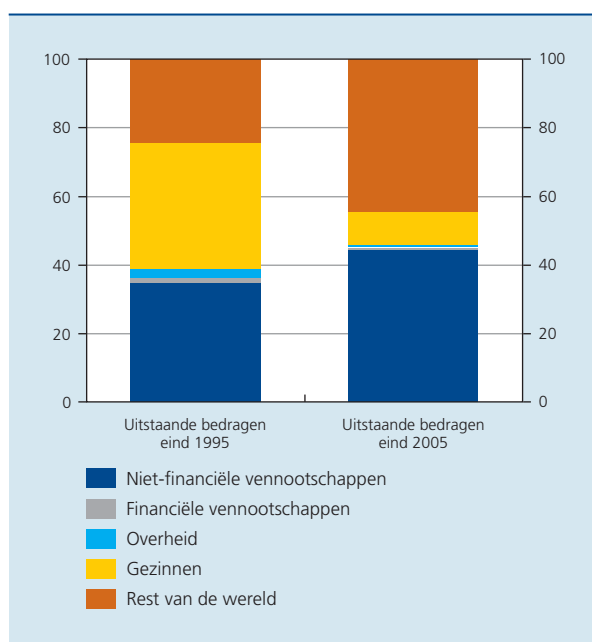
Als gevolg daarvan is 45 pct. van de totale niet-genoteerde aandelen die de Belgische niet-financiële vennootschappen uitgeven, thans in handen van niet-ingezetenen, terwijl die verhouding eind 1995 slechts 25 pct. bedroeg; tegelijkertijd vertegenwoordigde het « kruiselingse » aandelenbezit van andere ingezeten niet-financiële vennootschappen eind 2005 44 pct. van dat totaal, tegen 35 pct. tien jaar eerder.

Niet-genoteerde aandelen kunnen ook worden verworven door professionele beleggers die bereid zijn te opereren in niet-liquide markten, teneinde te profiteren van het sterke groeipotentieel dat sommige vennootschappen bieden. Deze financieringsvorm, die vaak afgestemd is op bedrijven in de eerste stadia van hun ontwikkeling, wordt doorgaans durfkapitaal genoemd. De ermee

gemoede bedragen blijven niettemin vrij beperkt vanuit een geaggregeerd oogpunt: uit de gegevens van de European Venture Capital Association blijkt dat Europese durfkapitaalvennootschappen tijdens de periode 1999-2005 ongeveer 4 miljard euro hebben geïnvesteerd in de Belgische ondernemingen, dat is slechts 1,2 pct. van al hun nieuwe verplichtingen. De Belgische markt van het durfkapitaal blijft ruim onder het Europese gemiddelde. Meer dan de helft van de middelen die tijdens de periode 1999-2005 aan Belgische vennootschappen werden verstrekt, was afkomstig van in het buitenland gevestigde durfkapitaalvennootschappen.

Ten slotte worden niet-genoteerde aandelen ook uitgegeven door kleine vennootschappen die minder bekend zijn en derhalve moeilijkheden ondervinden om op de beursmarkten door te dringen. Die ondernemingen hebben doorgaans een familiale aandeelhoudersstructuur met aandeelhouders die vaak terughoudend staan tegenover het openstellen van hun kapitaal uit vrees voor een verlies aan controle. In de veronderstelling dat de emissies van familiale aandelen vooral door de gezinnen worden onderschreven, blijkt dat die emissies tijdens het afgelopen decennium een aanzienlijke relatieve daling vertoonden ten opzichte van de uitgiften in verband met buitenlandse investeringen of durfkapitaal. Zo is het aandeel van de Belgische gezinnen in het aandelenbezit van door Belgische vennootschappen uitgegeven niet-genoteerde aandelen teruggelopen van 37 pct. aan het einde van 1995 tot 10 pct. eind 2005.

**GRAFIEK 3** BEZIT VAN NIET-GENOTEERDE AANDELEN  
UITGEGEVEN DOOR DE BELGISCHE  
NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN  
(opsplitsing naar aanhoudende sector, procenten van  
het totaal)



Bron : NBB.

### 1.3 Genoteerde aandelen

De Belgische ondernemingen maken veel minder vaak gebruik van de beurs dan van de uitgifte van niet-genoteerde aandelen. Zelfs in het klimaat van beurseuforie dat het einde van de jaren negentig kenmerkte, kwam het gewicht van de genoteerde aandelen in hun nieuwe financiële verplichtingen nooit boven 7 pct. uit.

Die geringe uitgiftevolumes moeten worden gerelateerd aan het relatief beperkte aantal beursgenoteerde Belgische ondernemingen. Eind juli 2006 waren er 130 Belgische niet-financiële vennootschappen waarvan de aandelen genoteerd waren op Euronext, waaronder twaalf op de Vrije Markt en drie op Alternext. Na het in 2000 bereikte toppunt, toen niet minder dan 152 Belgische niet-financiële vennootschappen beschikten over een notering – waaronder dertien op Easdaq/Nasdaq – liep dit aantal terug tot 2004. In 2005 heeft een duidelijke versnelling van beursintroducties door Belgische vennootschappen plaatsgevonden: er waren niet minder dan dertien nieuwe noteringen. Deze tendens werd bevestigd

tijdens de eerste zeven maanden van 2006, toen negen nieuwe introducties van Belgische vennootschappen werden opgetekend op Euronext.

Bij een beursgang zijn hoofdzakelijk grote ondernemingen betrokken, wat kan worden verklaard doordat het criterium van de omvang een onmiskenbare rol vervult op de beurs. De beursintroductie gaat gepaard met specifieke vereisten, onder meer op financieel en boekhoudkundig vlak alsook inzake transparantie, die zwaarder doorwegen in de budgetten van de kleine bedrijven. Om beleggers aan te trekken, moeten de uitgegeven effecten bovendien voldoende liquide zijn, wat impliceert dat een minimale hoeveelheid effecten ter beschikking van het publiek wordt gesteld. Om die reden is aan de toetreding tot een gereglementeerde markt doorgaans de voorwaarde verbonden van een minimaal aantal vrij verhandelbare aandelen (free float) of van een minimumvolume aan op te nemen kapitaal.

Typisch voor het Belgische economische weefsel is evenwel dat het een groot aantal kleine en middelgrote ondernemingen omvat. Dit komt tot uiting in het relatief bescheiden aantal Belgische vennootschappen in de Europese indices van Euronext met de grootste beurswaarden, namelijk de Euronext100 en de Next150: op 11 juli 2006 waren elf Belgische vennootschappen, die 8,4 pct. van de beurskapitalisatie van de index uitmaakten, begrepen in Euronext100, terwijl 22 ervan, die 12,8 pct. van de beurskapitalisatie van de index vertegenwoordigen, waren opgenomen in Next150. De Belgische ondernemingen zijn daarentegen ruimer vertegenwoordigd in de indices die andere criteria hanteren

dan de omvang, zoals de NextPrime en de NextEconomy, waartoe vennootschappen behoren die respectievelijk in de traditionele sectoren en in de nieuwe economie actief zijn en die voldoen aan hoogwaardige criteria op het vlak van financiële transparantie: 36 Belgische vennootschappen (30,1 pct. van de beurskapitalisatie van de index) op NextPrime en 18 Belgische vennootschappen (23,4 pct. van de beurskapitalisatie van de index) op NextEconomy. In het licht van die cijfers blijken de Belgische middelgrote ondernemingen goed vertegenwoordigd te zijn op Euronext, in vergelijking met hun Franse, Nederlandse of Portugese tegenhangers.

De kleinste bedrijven voelen zich echter aangemoedigd om hun aandeelhouderschap open te stellen, door de recente creatie van op hen afgestemde markten of indices. Op Euronext Brussels zijn dit bijvoorbeeld de indices Bel Mid en Bel Small, die op 1 maart 2005 werden ingevoerd, alsook de compartimenten van de Vrije Markt en Alternext, die respectievelijk in november 2004 en in juni 2006 werden gecreëerd. Die ontwikkelingen gingen hand in hand met de wens van de internationale beleggers om hun beleggingen te verschuiven naar kleinere ondernemingen, die doorgaans sterker gericht zijn op de binnenlandse markten en minder gevoelig zijn voor het internationale macro-economische klimaat, vooral in periodes van grote onzekerheid.

De Vrije Markt van Euronext Brussels beoogt kmo's te stimuleren die zich in een groeifase bevinden en is, zoals de naam ervan aangeeft, niet gereglementeerd, wat betekent dat ze de aan nieuwe intreders opgelegde vereisten tot een strikt minimum beperkt. In het bijzonder geldt

**TABEL 1** DE BELGISCHE VENNOOTSCHAPPEN <sup>(1)</sup> IN DE VOORNAAMSTE INDICES VAN EURONEXT  
(gegevens op 11 juli 2006)

	Aantal vennootschappen waaruit de index bestaat	Belgische vennootschappen in de index (aantal)	Belgische vennootschappen in de index (procenten van de beurskapitalisatie)
<b>Euronext 100</b>			
100 grootste beurswaarden .....	100	11	8,4
<b>Next 150</b>			
150 volgende beurswaarden .....	150	22	12,8
<b>Next Prime</b>			
Traditionele sectoren .....	117	36	30,1
<b>Next Economy</b>			
Nieuwe economie .....	109	18	23,4

Bron: Euronext.

(1) Alle op Euronext genoteerde vennootschappen, met inbegrip van banken en financiële holdings.

TABEL 2 EURONEXT BRUSSELS: DRIE AFZONDERLIJKE EN COMPLEMENTAIRE MARKTEN

		TOELATINGS-CRITERIA	NOTERINGSVEREISTEN	FOCUS
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin-bottom: 10px;">EUROLIST</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin-bottom: 10px;">ALTERNEXT</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content;">VRIJE MARKT</div>	Gereguleerde markt	+++	+++	Large, Mid & Small caps (compartimenten A, B, C)
	↑ ↓	++ <small>(t.o.v. Eurolist: geringere free float, minder aantal bestaansjaren)</small>	++ <small>(t.o.v. Eurolist: geen vereiste tot toepassing van de IFRS-normen noch van de <i>corporate governance-code</i>)</small>	Mid & Small caps
	Niet-gereguleerde markt	geen <small>(behalve prospectus CBFA)</small>	geen <small>(behalve naleving reglementering ter bescherming van beleggers)</small>	Micro-caps

Bron: Euronext.

op die markt geen minimumkapitalisatie, geen minimale free float, geen verplichting om halfjaarlijkse resultaten te publiceren en geen vereiste tot toepassing aan de IFRS-normen; enkel de verplichting van een door de CBFA erkende prospectus en de naleving van de klassieke regels inzake bescherming van de beleggers blijven over. Tijdens de zowat twintig maanden van haar bestaan werden niet minder dan twaalf Belgische kmo's, met een beurswaarde van minder dan 25 miljoen euro, tot de notering toegelaten en in de tweede helft van 2006 zouden nog verscheidene introducties kunnen plaatsvinden.

Alternext, een markt die inzake toelatingscriteria en noteringsvereisten een positie tussen de gereguleerde markt Eurolist en de Vrije Markt inneemt, zou zich hoofdzakelijk toespitsen op grote kmo's. Op die markt worden immers enkel vennootschappen toegelaten die al ten minste twee jaar bestaan en die, tenzij in de 2 voorafgaande jaren een eerdere private emissie heeft plaatsgevonden van minstens 5 miljoen euro, een minimumbedrag van 2,5 miljoen euro willen opnemen; de noteringsvereisten zijn minder dwingend dan op Eurolist, met als voornaamste verschil dat er geen verplichting geldt om de IFRS-normen toe te passen.

Een institutionele factor kan een nadelige invloed blijven uitoefenen op de uitgifte van genoteerde aandelen; de Belgische wetgeving op de handelsvennootschappen leidt namelijk niet tot een effectief onderscheid tussen eigendomsrecht en stemrecht tijdens de algemene

vergaderingen, zodat ze minder bescherming biedt tegen ongewenste aandeelhouders. Bijgevolg zouden weinig ondernemers geneigd zijn meer dan de helft van hun kapitaal open te stellen uit vrees voor een verlies aan controle, wat kan leiden tot een te beperkte free float.

## 2. Determinanten van de kapitaalstructuur

### 2.1 De theorie van de kapitaalstructuur

Vennootschappen beschikken over verschillende mogelijkheden om investeringen te financieren, zoals interne middelen, schuld of aandelen. De vraag rijst dan of hiervan een optimale mix bestaat die de waarde van de onderneming maximaliseert. Met andere woorden: kunnen bedrijven een optimale kapitaalstructuur bepalen? Volgens het werk van Modigliani en Miller (1958) is dit niet het geval en wordt, onder bepaalde voorwaarden, de waarde van de onderneming niet beïnvloed door de kapitaalstructuur. In de praktijk zal de kapitaalstructuur echter wel van belang zijn. Hiervoor kunnen verschillende redenen worden aangegeven, zoals belastingen en faillissementskosten (trade-off-theorie), asymmetrische informatie (pecking-order of pikordetheorie) en belangenconflicten tussen stakeholders (agencytheorie).

Een eerste reden waarom de financieringsbeslissing een invloed uitoefent, zijn de belastingen. Bedrijven kunnen rentelasten op schuld immers aftrekken van hun belastbaar inkomen en op deze manier een «belastingsschild» creëren. Dit beïnvloedt de waarde van de onderneming en bevoordeelt de uitgifte van schuld boven aandelen. Dit voordeel kan voor een investeerder echter gedeeltelijk worden geneutraliseerd als rente-inkomsten zwaarder belast worden dan dividenden of meerwaarden op aandelen. Desondanks zou in het algemeen merkbaar moeten zijn dat bedrijven schuld uitgeven om het belastingsschild te benutten<sup>(1)</sup>. Dit kan evenwel niet tot in het oneindige doorgaan, omdat er ook kosten verbonden zijn aan (te) agressief lenen. Dit laatste verhoogt de kans dat een bedrijf in financiële moeilijkheden komt, zijn schuld niet kan terugbetalen of bankroet gaat. Dit leidt tot de zogenaamde «trade-off»-theorie van de kapitaalstructuur. Deze theorie voorspelt veeleer gematigde schuldratio's. Meer bepaald zal een bedrijf lenen tot op het punt waar de marginale waarde van het belastingvoordeel juist gecompenseerd wordt door een stijging in de (geactualiseerde) waarde van de kosten van financiële problemen<sup>(2)</sup>.

De pikorde- of «pecking-order»-theorie bekijkt de kapitaalstructuur vanuit een ander gezichtspunt en gaat uit van asymmetrische informatie. Het basismodel werd ontwikkeld door Myers en Majluf (1984). Deze auteurs veronderstellen dat investeerders de werkelijke waarden van de activa of de investeringsmogelijkheden van een bedrijf niet kennen. Managers kennen die wel en handelen bovendien in het belang van bestaande aandeelhouders. Wanneer een bedrijf nu nieuwe aandelen uitgeeft, kan dit twee dingen betekenen. Ten eerste kan het bedrijf een gunstige investeringsmogelijkheid hebben en op zoek zijn naar financiering hiervoor. Het is evenwel ook mogelijk dat de manager weet dat de activa overgewaardeerd zijn en poogt om overgewaardeerde aandelen uit te geven. Door de aanwezigheid van asymmetrische informatie kan een investeerder geen onderscheid maken tussen beide mogelijkheden. Dit leidt tot een evenwicht waarbij bedrijven enkel aandelen kunnen uitgeven tegen een lagere prijs. In hoeverre financiering via aandelen ondergewaardeerd is, hangt dus af van de graad van asymmetrische informatie. Dit maakt de uitgifte van aandelen duurder en geeft aanleiding tot de pikorde voor de kapitaalstructuur (zie ook bv. Myers (2001)):

- bedrijven prefereren interne boven externe financiering;
- dividenden zijn rigide en kunnen bijgevolg moeilijk worden gereduceerd ter financiering van projecten; Op korte termijn kunnen veranderingen in financieringsbehoeften dan ook niet worden opgevangen door de dividenden aan te passen. Als gevolg hiervan zullen

- wijzigingen in de netto cash flow tot uiting komen in veranderingen in de externe-financieringsbehoefte;
- als er nood is aan externe financiering, zullen bedrijven eerst de veiligste vorm voor de investeerder uitgeven, namelijk schuld;
- naarmate de behoefte aan financiering groter wordt, zullen bedrijven de pikorde verder afdaan, van veilige naar meer risicovolle schuld, over converteerbare obligaties of preferente aandelen, tot uiteindelijk aandelen als laatste bron.

Agencykosten treden op ten gevolge van belangenconflicten tussen verschillende partijen. Twee types van conflict kunnen onderscheiden worden die relevant zijn voor de keuze van de kapitaalstructuur: enerzijds conflicten tussen aandeelhouders en managers en anderzijds onenigheid tussen aandeelhouders en schuldeisers. Het eerste type doet zich voor omdat managers in het algemeen in hun eigen belang handelen. Zo kunnen ze bijvoorbeeld investeren in onaantrekkelijke projecten (bv. rendement onder de kapitaalkosten) of geld verspillen aan «organisatorische inefficiënties», zoals geponeerd in de «free cash flow»-theorie van Jensen (1986). Een mogelijk voorbeeld hiervan is een project dat het prestige van de manager verhoogt (bv. een bedrijfsvliegtuig), maar dat weinig economische waarde heeft. Hoewel beloningssystemen, aandelenopties, ... het probleem deels kunnen verhelpen, is de afstemming tussen de doelstellingen van managers en aandeelhouders altijd imperfect<sup>(3)</sup>. Schuld kan in dit opzicht (deels) een oplossing bieden omdat het bedrijf verplicht wordt om interesten te betalen. Hierdoor wordt de macht van de manager over de cash-flow beperkt. Leveraged buy-outs<sup>(4)</sup> (LBOs) zijn hiervan een voorbeeld. Als gevolg van een LBO worden managers verplicht om te besparen op verkwistende investeringen en cash te genereren. Dit toont aan dat, hoewel een hoge schuld ratio ook gevaren inhoudt, deze tevens een positieve kant kan hebben. Een andere positieve prikkel van schuld kan zijn dat een bankroet de reputatie van een manager ondermijnt. Schuld geeft hem dan een stimulans om harder te werken, te investeren in betere projecten en inefficiënt gebruik van de gegenereerde cashflow te beperken om zo de kans op een faillissement en het verlies aan reputatie te verminderen.

(1) Maatregelen zoals de notionele interestaftrek zullen deze conclusie uiteraard beïnvloeden en de uitgifte van aandelen aantrekkelijker maken.

(2) Voorbeelden van zulke kosten zijn de kosten van reorganisaties, verlies aan kredietwaardigheid en bankroet, maar ook agencykosten (zie verder).

(3) Uiteraard verdwijnt het probleem wanneer de manager ook de eigenaar en aandeelhouder is van het bedrijf.

(4) Bij een LBO worden aandelen van een bedrijf gekocht, bv. door een durfkapitalist, en wordt deze transactie gefinancierd door schulden (bankleningen of obligaties). Door het relatief grote aandeel van schuld na een dergelijke transactie, krijgen de obligaties meestal een lage rating (vaak zogenoemde «junk bond»-status).

Afgezien van de uiteenlopende doelstellingen van managers en aandeelhouders, kunnen er ook belangenconflicten optreden tussen schuldeisers en aandeelhouders. Deze doen zich echter enkel voor als het risico op staking van betaling of financiële problemen groot is. Dit is vooral zo wanneer managers, zoals vaak verondersteld wordt, veeleer in het belang van de aandeelhouders zullen handelen dan in dat van de schuldeisers. Als de kans op een faillissement toeneemt, zullen ze geneigd zijn zodanig te handelen dat waarde getransfereerd wordt van schuldeisers naar aandeelhouders. Er zijn verschillende manieren om dit te doen (zie Brealey en Myers (2003) of Myers (2001)). In de eerste plaats kunnen managers investeren in projecten met een hoger risico. Als gevolg hiervan zal het mogelijke rendement van aandeelhouders verhogen, terwijl het hoger risico grotendeels geabsorbeerd wordt door de schuldeisers. Dit risicoverschuivend gedrag is voor het eerst gemodelleerd door Jensen en Meckling (1976). Ten tweede kunnen managers ertoe besluiten investeringen die gefinancierd zouden worden door aandelen, niet uit te voeren. Een gedeelte van de opbrengst ervan gaat immers naar de schuldeisers. Myers (1977) gaat dieper in op dit probleem van onderinvestering. Ten derde kunnen managers proberen tijd te winnen door financiële problemen te verbergen die schuldeisers kunnen alarmeren, waardoor ze een faillissement of een herstructurering zouden eisen. Ten slotte kunnen managers proberen om zelfs nog meer te lenen en de cash uit te betalen aan de aandeelhouders. Schuldeisers zijn zich bewust van deze problemen en zullen schuldovereenkomsten zodanig proberen op te stellen dat ze die vier punten opvangen. Elke overeenkomst blijft echter imperfect.

## 2.2 Empirische analyse

In de bovenstaande sectie werd een theoretisch overzicht gegeven van de determinanten van de financieringskeuze van een onderneming. In dit deel wordt geanalyseerd welke van die determinanten in staat zijn de financieringskeuze van Belgische ondernemingen te beschrijven; meer bepaald ligt de focus dus op financiering via aandelen.

### 2.2.1 Methodologie

Op basis van de eerder besproken theoretische literatuur en uitgaande van bestaande empirische studies zijn mogelijke determinanten van deze aandelenfinanciering van bedrijf  $i$  in jaar  $t$ , genoteerd door  $Eq_{i,t}$ , de volgende:

- *Lev*: dit is de schuldgraad van de onderneming, of de langetermijnschulden gedeeld door de totale activa
- *Size*: de natuurlijke logaritme van de totale activa, dit is een maatstaf voor de grootte van de onderneming
- *Internal*: de hoeveelheid intern gegenereerde middelen, gedeeld door de totale activa
- *Intang*: de hoeveelheid immateriële vaste activa, gedeeld door de totale activa
- *Quoted*: een dummy variabele die gelijk is aan 1 als een onderneming een beursnotering heeft, en gelijk aan 0 in het andere geval.

In tabel 3 wordt een gedetailleerd overzicht gegeven van de verschillende variabelen. Wanneer alles wordt samengebracht, leidt dit tot de volgende econometrische vergelijking:

$$Eq_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Internal_{i,t} + \beta_4 Intang_{i,t} + \beta_5 Quoted_{i,t} + industry\ dummies + year\ dummies + u_{i,t} \quad (1)$$

waarbij de indices verwijzen naar bedrijf  $i$  in jaar  $t$ .  $\beta_i$  zijn de te schatten regressiecoëfficiënten en  $u_{i,t}$  is de foutterm. De dummy's voor de industrie waartoe een onderneming behoort, zijn gebaseerd op NACE-codes van één cijfer, waarbij tevens voor elk jaar een dummy is opgenomen<sup>(1)</sup>.

### 2.2.2 Beschrijving van de dataset

De determinanten van de financiering via aandelen werden nagegaan voor een steekproef van Belgische ondernemingen over de jaren 2000-2004. Voor elk van deze jaren hebben we alle Belgische bedrijven geselecteerd die een jaarrekening volgens het volledige schema publiceren. Belangrijk om op te merken is dat een bedrijf

TABEL 3 OVERZICHT VARIABELEN<sup>(1)</sup>

Symbol	Variabele	Rubriek
<i>Eq</i> . . . . .	Kapitaal + uitgiftepremies	10 + 11
<i>Lev</i> . . . . .	LT schuld	17 + 42
<i>Size</i> . . . . .	Omvang	ln (20/58)
<i>Internal</i> . . . . .	Interne middelen	12 + 13 + 14
<i>Intang</i> . . . . .	Immateriële vaste activa	21
<i>Quoted</i> . . . . .	Beursgenoteerd	

(1) Specifiek: voor elke NACE-sector wordt een variabele opgenomen die gelijk is aan 1 als bedrijf  $i$  in jaar  $t$  tot die sector behoort of die anders nul bedraagt. Ook voor elk jaar wordt een variabele gedefinieerd, die gelijk is aan 1 voor het betreffende jaar, en aan 0 voor de andere jaren. Uiteraard werden, om perfecte multicolineariteit in de schattingen te vermijden, één sector en één jaar weggelaten in de specificatie van het model.

(1) Deze tabel toont de gebruikte variabelen in vergelijking (1). De kolom *Rubriek* verwijst naar de rubrieken in de balans die gebruikt zijn als maatstaf voor de variabele. *Eq*, *Lev*, *Internal* en *Intang* worden gedeeld door de totale activa.

niet noodzakelijk in elk jaar van de steekproef voorkomt. Als het bijvoorbeeld pas na 2000 opgericht wordt, of in de steekproefperiode failliet gaat, zal het niet in alle jaren voorkomen<sup>(1)</sup>. In totaal zijn er 28.594 unieke bedrijven in de dataset; per jaar varieert dit tussen 17.292 en 18.208. Voor elk bedrijf werden dan uit de balans een aantal variabelen gekozen die het mogelijk maken de hoger besproken theorieën empirisch te testen. Deze informatie werd ontleend aan de database van de Balanscentrale van de Nationale Bank van België.

### 2.2.3 Resultaten

De schattingsresultaten van vergelijking (1) worden getoond in tabel 4. Verschillende versies van deze vergelijking worden geschat om de robuustheid van de schattingen te verifiëren. Meer bepaald wordt in de modellen 1 tot 5 elk van de beschouwde variabelen apart opgenomen (naast een constante). In model 6 komen alle variabelen samen voor. De coëfficiënten van de sector- en jaardummies worden niet weergegeven in tabel 4. De modellen worden geschat met de kleinste-kwadratenmethode. In de tabel, tussen haakjes, worden White-standaardfouten gerapporteerd. Alle coëfficiënten zijn significant op een 5 pct.-niveau.

Uit de resultaten blijkt dat de conclusies robuust zijn voor verschillende varianten van het model. Voorts ligt de (adjusted)  $R^2$  in de lijn van andere studies over leverage en is het model sterk significant ( $F$ -statistiek werd niet gerapporteerd).

Uit de verrichte analyse blijkt dat de hoeveelheid immateriële activa en het hebben van een beursnotering positieve determinanten zijn van financiering via aandelen. Met andere woorden, ondernemingen met meer immateriële activa en met een beursnotering zullen sterker geneigd zijn hun investeringen te financieren via aandelen.

De andere variabelen vertonen een negatieve correlatie. Zo zal een bedrijf minder gebruik maken van aandelen wanneer de schuld hoger ligt. Bovendien doen grotere bedrijven minder een beroep op financiering via aandelen. Een mogelijke verklaring kan zijn dat zulke bedrijven gemakkelijker toegang hebben tot bankleningen en/of hun toevlucht nemen tot obligaties. Ondernemingen met meer interne middelen geven minder aandelen uit.

In een verdere analyse van de resultaten zal nu worden bekeken in hoeverre deze overeenstemmen met de eerder besproken theorieën van de kapitaalstructuur (trade-off-, pikorde- en agencytheorie). Meer bepaald zal worden vermeld wanneer het gevonden teken in tabel 4 in overeenstemming is met een specifieke theorie.

Het negatieve teken van *Lev* stemt overeen met de agencytheorie. Bij financiële moeilijkheden is het mogelijk dat managers bepaalde investeringen, die gefinancierd zouden worden door aandelen, niet zullen uitvoeren omdat een deel van de opbrengst naar de schuldeisers zou gaan.

De negatieve coëfficiënt van *Size* is dan weer te verklaren door de trade-off-theorie. Grotere bedrijven worden immers geconfronteerd met hogere belastingen die ze kunnen verminderen door rentelasten af te trekken. Als grotere bedrijven ook een langere tijd bestaan en een goede reputatie genieten, kan dit zich reflecteren in een betere rating voor hun schuld en/of een lager ingeschatte kans op financiële problemen. Hierdoor hebben ze ook gemakkelijker toegang tot schuld en kunnen ze meer schuld aangaan, zodat de motivatie om aandelen uit te geven lager zal zijn.

Het negatieve verband tussen aandelenfinanciering en *Internal* is in overeenstemming met de drie theorieën. De trade-off-theorie voorspelt dat wanneer bedrijven meer interne middelen genereren, deze minder gemakkelijk in financiële moeilijkheden komen en hogere schuldniveaus aankunnen. Volgens de pikordetheorie dient een bedrijf met onvoldoende interne middelen een beroep te doen op andere, verder in de pikorde liggende financieringsvormen. De agencytheorie impliceert dat als er meer interne middelen gegenereerd worden, een manager sterker in verleiding kan komen om deze voor niet-productieve doeleinden aan te wenden. Schuld kan dit verhelpen zodat er meer gekozen zal worden voor schuldfinanciering en minder voor aandelen.

De positieve coëfficiënt van *Intang* is in overeenstemming met de trade-off-theorie. In geval van financiële problemen zijn deze immers moeilijker te gelde te maken dan materiële activa. Hierdoor kan een bedrijf minder schulden aangaan en moet het dus een ruimer beroep doen op aandelenfinanciering.

De agencytheorie kan het positieve teken van *Quoted* verklaren. Wanneer een genoteerd bedrijf zijn kapitaal verhoogt, kunnen potentiële investeerders zich ook een beter beeld vormen van de onderneming. De asymmetrische informatieproblemen zijn bij genoteerde bedrijven immers geringer dankzij een grotere transparantie.

(1) Technisch spreekt men van een « unbalanced panel ».



TABEL 4 RESULTATEN <sup>(1)</sup>

Symbool	Afhankelijke variabele: <i>Eq</i>					
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
<i>C</i> .....	<b>0,445</b> (0,005)	<b>1,335</b> (0,015)	<b>0,378</b> (0,004)	<b>0,386</b> (0,004)	<b>0,388</b> (0,005)	<b>0,951</b> (0,022)
<i>Lev</i> .....	<b>-0,313</b> (0,007)					<b>-0,299</b> (0,009)
<i>Size</i> .....		<b>-0,061</b> (0,001)				<b>-0,034</b> (0,002)
<i>Internal</i> .....			<b>-0,221</b> (0,016)			<b>-0,213</b> (0,016)
<i>Intang</i> .....				<b>0,274</b> (0,036)		<b>0,169</b> (0,044)
<i>Quoted</i> .....					<b>0,242</b> (0,006)	<b>0,336</b> (0,002)
<i>Adj. R<sup>2</sup></i> .....	0,045	0,072	0,266	0,025	0,025	0,308

(1) In deze tabel zijn de schattingsresultaten van vergelijking (1) weergegeven. In de modellen 1 tot 5 worden eerst de onafhankelijke variabelen apart geïntroduceerd. Model 6 bevat alle variabelen. De variabelen zijn gedefinieerd in tabel 3. Tussen haakjes staan White-standaardfouten. Significante coëfficiënten worden in vet gezet.

Hierdoor is het gemakkelijker (en goedkoper) om extra aandelen uit te geven wanneer een onderneming reeds een beursnotering heeft.

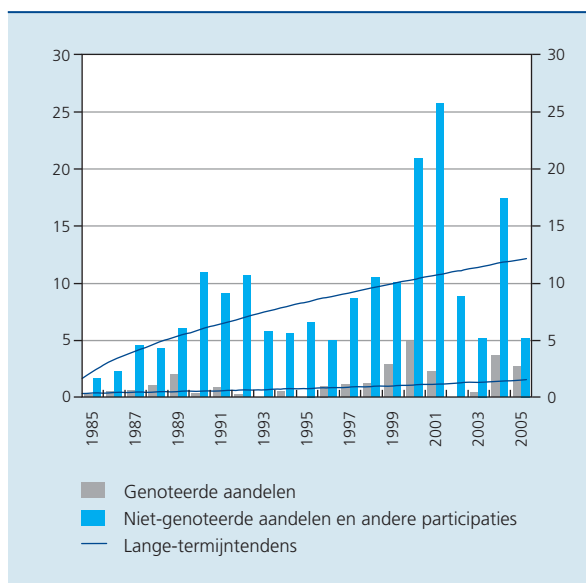
Uiteindelijk moet dus worden opgemerkt dat het via dit onderzoek niet mogelijk is één enkele theorie te identificeren die de financieringskeuze van Belgische ondernemingen kan verklaren, maar dat deze keuze veeleer berust op een combinatie van elementen uit de verschillende theorieën.

### 3. Macro-economische determinanten van de volumes aan aandelenemissies

Zoals de financiële verplichtingen als geheel beschouwd, zijn de volumes van emissies van al dan niet genoteerde aandelen sterk cyclisch van aard. De voorbije twintig jaar kunnen ten minste twee periodes van sterke versnelling van de aandelenemissies worden onderscheiden, die worden gedefinieerd door een volume van aandelenemissies dat uitkomt boven de gemiddelde langetermijntendens. De eerste vond plaats aan het eind van de jaren tachtig voor de genoteerde aandelen en iets later, aan het begin van de jaren negentig, voor de niet-genoteerde aandelen; de tweede begon eind van de jaren negentig en duurde tot 2001. Die periodes van versnelling van de emissies werden gevolgd door langere of kortere periodes van een aanzienlijke vertraging ervan, net als de periode 1993-1997 en de jaren 2002 en 2003. Meer recent werd een nieuwe versterking van de emissievolumes opgetekend.

De periodes van intense beursactiviteit in termen van emissievolumes vallen samen met die waarin het aantal genoteerde vennootschappen toeneemt. Zo steeg het aantal genoteerde Belgische ondernemingen tijdens de periode van 1997 tot 2000 van 138 tot 173, dat is een

GRAFIEK 4 EMISSIES VAN GENOTEERDE EN NIET-GENOTEERDE AANDELEN DOOR BELGISCHE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN  
(stromen op jaarbasis, miljardenen euro's)



Bron: NBB.

vermeerdering van het aantal mogelijke emittenten met 25 pct. De vier jaar daarna verdwenen vele beursgenoteerde ondernemingen, terwijl er zeer weinig nieuwe beursgenoteerde vennootschappen bijkwamen, waardoor het aantal Belgische beursgenoteerde vennootschappen met 35 eenheden afnam. Ten slotte lijken de Belgische ondernemingen recentelijk opnieuw de weg naar de beurs te hebben gevonden; er werden 13 nieuwe beursnoteringen opgetekend in 2005 en 9 in de loop van de eerste 7 maanden van 2006. Het parallel verloop van het aantal beursgenoteerde ondernemingen en de emissievolumes lijkt te illustreren dat, wanneer de voorwaarden de financiering via aandelen in de hand werken, het niet enkel de voordien genoteerde vennootschappen zijn die hun beroep op die vorm van financiering opvoeren, maar dat ook tot dan niet-genoteerde ondernemingen beslissen naar de beurs te gaan.

### 3.1 De rol van de reële en financiële investeringen

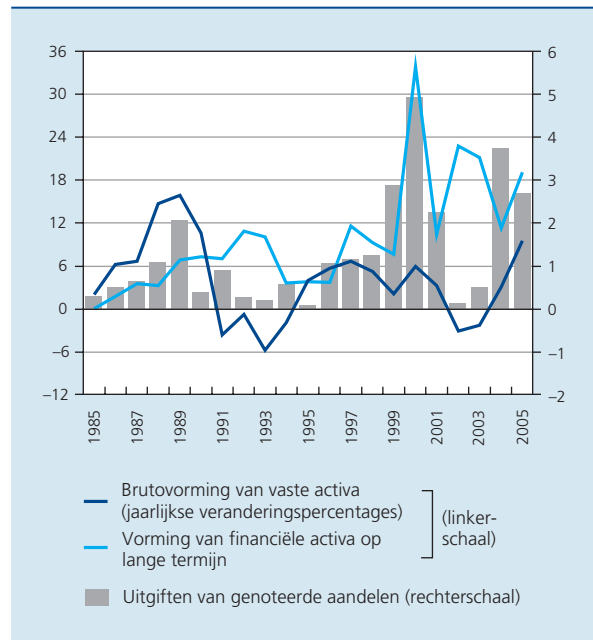
Diverse beweegredenen beïnvloeden de beslissing van een onderneming om naar de beurs te gaan; een van de voornaamste is het duurzaam verkrijgen van middelen teneinde de reële en financiële investeringen op de lange termijn te financieren. Er kan dus een zekere correlatie worden verwacht tussen het investeringsgedrag van de ondernemingen en de volumes aan aandelenemissie.

Tijdens de eerste periode waarin een versterking van de aandelenemissie werd opgetekend, aan het eind van de jaren tachtig, werd een parallele beweging inzake bruto-investeringen in vaste activa genoteerd, die drie jaar na elkaar een jaarlijkse groei van meer dan 10 pct. lieten optekenen. Daarna volgde een periode van dalende investeringen die samenviel met zeer geringe volumes aan aandelenemissies. Eind van de jaren negentig leek het parallele verloop van die twee variabelen weg te ebben, aangezien de bruto-investeringen in vaste activa, die weliswaar een snelle groei vertoonden, achter leken te blijven bij de uitzonderlijk hoge emissievolumes.

Daarentegen waren de door de ondernemingen tijdens die periode gedane financiële investeringen op de lange termijn - waaronder de directe investeringen in het buitenland - zeer hoog. Dit was meer in het bijzonder het geval voor 2000. Voorts bevestigt het aantal aangiften van concentraties in België bij de Raad voor de mededinging de intense activiteit die zich bij de millenniumwissel aftekende inzake fusies en overnames. De ondernemingen kunnen immers eveneens aandelen uitgeven om de overname van andere vennootschappen te financieren, hetzij met behulp van de opbrengst van het openbaar beroep op het spaarwezen, hetzij door aandelen uit te

**GRAFIEK 5** EMISSIE VAN GENOTEERDE AANDELEN EN REËLE EN FINANCIËLE INVESTERINGEN DOOR DE BELGISCHE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN

(jaarlijkse stromen, in miljarden euro, tenzij anders vermeld)



Bron: NBB.

geven die vervolgens zullen worden omgewisseld tegen die van een doelvennootschap.

De emissievolumes zijn met de conjunctuurcyclus verbonden door andere factoren dan het rechtstreekse kanaal van de investeringen. Zo vallen de periodes van hoogconjunctuur doorgaans samen met periodes van geringe risicoaversie vanwege de investeerders, tijdens welke de asymmetrische informatie van de bedrijfsleiders en de investeerders minder uitgesproken is, waardoor de kosten voor de financiering via aandelen minder hoog liggen. Voorts lijkt de aandelenemissie in hoge mate duidelijk verbonden te zijn met de beurskoersen, die dan weer bepaald worden door verwachtingen van toekomstige winsten, welke zelf verband houden met het verloop van de activiteit en van de rente.

Dat leidt tot een ander element dat de timing van die emissies bepaalt, namelijk de kapitaalkosten.

### 3.2 De rol van de kapitaalkosten

Een doorslaggevend element bij de keuze van de optimale financieringsstructuur van een onderneming, die dus haar toetreding tot de beurs kan bepalen, zijn de relatieve kosten

die gepaard gaan met elk van de instrumenten die haar ter beschikking staan. Afgezien van de vaste startkosten – opstellen van een prospectus, eventuele aanpassing van de boekhoudschema's, enz. – en de naleving van de vereisten voor de beursgenoteerde aandelen – met name inzake informatieverstrekking en transparantie –, neigt de financiering via genoteerde aandelen duurder te zijn dan de financiering via schulden, gezien de door de aandeelhouders geëiste risicopremie en omdat de verschillende fiscale behandeling meestal schuldenlast begunstigt in vergelijking met het eigen vermogen.

### 3.2.1 Theoretisch kader

De financiële last voor het bankkrediet of de uitgifte van obligaties kan gemakkelijk worden gemeten aan de hand van de desbetreffende rentetarieven, maar de kosten voor de uitgifte van aandelen zijn moeilijker te ramen, omdat daarbij rekening moet worden gehouden met de verwachte toekomstige dividenden, die per definitie onzeker zijn en waaraan dan ook een risicopremie verbonden is.

Het uitgangspunt van de gebruikte maatstaf voor de kosten voor de financiering via aandelen is een *simple dividend discount model* op basis van de klassieke formule van Gordon-Shapiro, die bepaalt dat, bij evenwicht, de waarde van een aandeel gelijk moet zijn aan de geactualiseerde som van de verwachte toekomstige dividendstromen. De actualisatievoet, die eveneens kan worden geïnterpreteerd als het door de investeerder vereiste rendement, stemt overeen met de kostprijs voor de financiering via de uitgifte van het effect. Deze actualisatievoet bestaat uit een risicovrij rentetarief en een risicopremie.

Volgens bepaalde vereenvoudigde hypothesen – met name de hypothese die stelt dat de dividenden in een constant tempo toenemen – verkrijgt men, bij evenwicht, dat de kosten voor de financiering via de uitgifte van aandelen enkel afhankelijk zijn van het dividendrendement en de groei op de lange termijn van de dividenden.

Terwijl de dividendrendementen *ex post* kunnen worden opgetekend, moet de langetermijngroei van de dividenden worden geraamd. Volgens een klassieke hypothese is de langetermijngroei van de dividenden gelijk aan de potentiële groei van de economie. Indien het aandeel van het kapitaal in de toegevoegde waarde en de vergoedingsratio van de aandeelhouders, dat wil zeggen de verhouding tussen de uitgekeerde dividenden en de gerealiseerde winsten, stabiel zijn in de tijd, zal de reële groei op lange termijn van de dividenden immers gelijk zijn aan de potentiële groei van de economie. Een andere oplossing bestaat erin de nettorentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen (ROE) te beschouwen als de

weerspiegeling van wat de onderneming kan besteden na betaling van alle kosten en belastingen en deze ratio te vermenigvuldigen met het gedeelte van de in de onderneming geherinvesteerde winsten. In de veronderstelling dat alleen de niet-uitgekeerde winsten worden gebruikt voor de financiering van de netto-investeringen van de ondernemingen, komt het verkregen resultaat overeen met de groei op lange termijn van de dividenden.

De kosten voor de financiering via aandelen (*cost of equity* of COE) voor de beursgenoteerde Belgische vennootschappen werden berekend over de periode van 1995 tot nu. Daarbij werd uitgegaan van de hypothese dat de groei op lange termijn van de dividenden variabel is in de tijd. Tijdens een eerste fase van vier jaar bedraagt de groei 5,5 pct. Dat cijfer wordt berekend door de ROE van de beursgenoteerde vennootschappen (10,6 pct.) te vermenigvuldigen met het niet-uitgekeerde deel van de winst (64,1 pct.) na correctie voor de inflatie (1,8 pct.); hierbij wordt gebruik gemaakt van de gemiddelde waarden van de verschillende variabelen over de beschouwde periode. De tweede fase is een overgangsfase van acht jaar waarin de dividendgroei geleidelijk naar een evenwichtswaarde tendeert. In een derde, a priori oneindige fase, tot slot, is de dividendgroei gelijk aan deze evenwichtswaarde die wordt benaderd aan de hand van de potentiële groei van de economie (2,1 pct.).

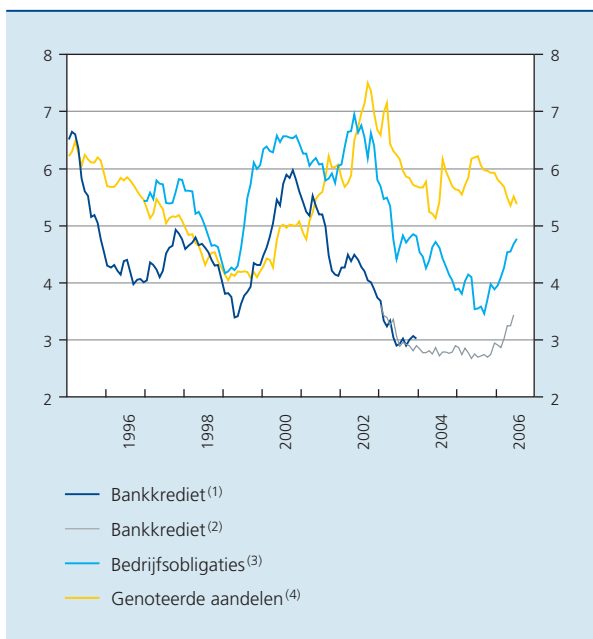
### 3.2.2 Invloed van de financieringskosten op de uitgiften van genoteerde aandelen

De kosten van de financiering via aandelen worden gerelateerd aan het verloop van de prijzen van andere financieringsbronnen (bankkrediet en bedrijfsobligaties). De belangrijke rol van de hypothese die wordt aangehouden met betrekking tot de groei van de dividenden op lange termijn, maar ook het feit dat in deze benadering een hele reeks kosten buiten beschouwing blijven, zoals die in verband met de diverse verplichtingen van ondernemingen die hun intrede doen op de gereguleerde beursmarkt, alsook de door de fiscaliteit teweeggebrachte distorsies, aangezien de verschillende financieringsvormen niet dezelfde fiscale behandeling krijgen, impliceren dat niet zozeer aandacht moet worden geschonken aan de respectieve niveaus van de kosten, maar vooral aan het relatieve verloop van de kosten doorheen de tijd.

In de onderzochte periode kunnen drie periodes worden onderscheiden: van medio 1996 tot het voorjaar van 1999 is de COE regelmatig gedaald, vooral als gevolg van de aanzienlijke stijging van de beurskoersen. Door het lage niveau van de risicopremie die de markt tijdens die periode eiste, konden de kosten voor de uitgifte van obligaties ook naar beneden gaan, terwijl de banktarieven

**GRAFIEK 6**

**FINANCIERINGSKOSTEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN IN BELGIË**  
(procenten)



Bronnen : Thomson Financial Datastream, NBB.

- (1) Voorschotten met vaste looptijd.
- (2) Kredieten voor een bedrag van meer dan 1 miljoen euro, variabele rente en een oorspronkelijke periode van vastheid van de rente van minder dan één jaar.
- (3) Rendement van een in euro luidende obligatie met een BBB-rating, met een looptijd van vijf tot zeven jaar.
- (4) Op basis van het model uiteengezet onder punt 3.2.1 met de groeivoet van de dividenden gelijk aan 5,5 pct. de 4 eerste jaren en een overgangsfase van 8 jaar waarna de groeivoet van de dividenden gelijk is aan 2,1 pct.

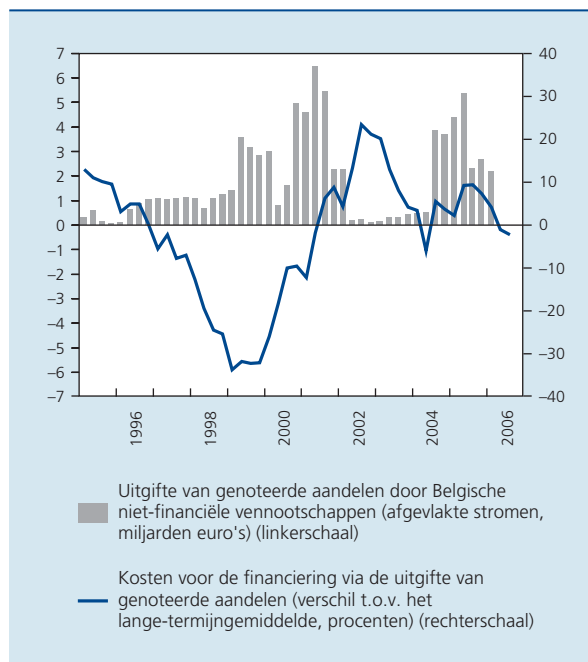
stabiel bleven. Vanaf medio 1999 begonnen alle financieringskosten op te lopen, naarmate de financiële markten anticipeerden op de opeenvolgende stijgingen van de basisrentetarieven van de ECB, of deze incorporeerden. Het duurder worden van de financiering via aandelen hield aan tot de herfst van 2002, toen een hoogtepunt werd bereikt, terwijl de banktarieven, die nauw verband houden met het verloop van de basisrentetarieven, bleven dalen en een historisch dieptepunt bereikten in de lente van 2003. De kosten voor de uitgifte van obligaties door de ondernemingen bleven tot eind 2002 op een hoog niveau en liepen daarna eveneens terug. Naast de verslechtering van de economische situatie, werd die periode ontsierd door diverse boekhoudschandalen bij sommige grote buitenlandse ondernemingen, waardoor de door de markt geëiste risicopremie op een abnormaal hoog niveau bleef. Sinds het in de herfst van 2002 bereikte hoogtepunt is de COE verminderd en vandaag lijkt hij zich te hebben gestabiliseerd op een niveau dat iets lager ligt dan het gemiddelde peil op lange termijn.

Kijkt men naar het verband tussen het verschil van de COE ten opzichte van zijn langetermijngemiddelde, enerzijds, en de uitgiftestromen van genoteerde aandelen, anderzijds, dan stelt men een negatieve correlatie vast, zij het met enig tijdsverschil. Dat is deels toe te schrijven aan de methode waarmee de stromen op jaarbasis worden afgevlakt, maar het heeft ook te maken met het respectieve verloop van de kosten van de overige financieringsbronnen: in 1999 en 2000 stegen de bank- en obligatietarieven bijvoorbeeld veel sneller dan de COE. De lange periode waarin de uitgiften zeer gering waren, tussen begin 2002 en medio 2004, of zelfs eind 2004, als geen rekening wordt gehouden met het openbaar aanbod tot omruiling van aandelen van Interbrew tegen die van Ambev, ter oprichting van de groep Inbev, was gekenmerkt door een ver boven het langetermijngemiddelde uitkomende COE, alsook door een duidelijk gunstiger verloop van de prijs van de alternatieve financieringsbronnen.

In tegenstelling tot de kosten van andere financieringsvormen is de COE onderhevig aan een dalende trend sinds het midden van 2005, zodat die zich nu op een niveau bevindt iets onder zijn langetermijnwaarde. Tegelijkertijd lijkt een aantal niet-financiële ondernemingen opnieuw

**GRAFIEK 7**

**KOSTEN VOOR DE FINANCIERING VIA DE UITGIFTE VAN GENOTEERDE AANDELEN EN EMISSIES<sup>(1)</sup> DOOR NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN IN BELGIË**



Bronnen : Thomson Financial Datastream, NBB.

- (1) Gelet op het nogal onregelmatige kwartaalprofiel van de uitgiftestromen van genoteerde aandelen, werden deze afgevlakt op jaarbasis. Hierdoor komt de stroom van een bepaald kwartaal overeen met het jaarlijks gemiddelde van het lopende kwartaal en van de drie voorgaande kwartalen.

belangstelling te krijgen voor een financiering via de uitgifte van genoteerde aandelen. De lancering van nieuwe segmenten zoals de Vrije Markt of Alternext heeft waarschijnlijk tot die ontwikkeling bijgedragen. De verbetering van de conjunctuurvooruitzichten zou deze tendens verder moeten versterken.

Ook het nieuwe stelsel van de aftrek van de notionele rente zou kunnen leiden tot een structurele toename van de financiering van de Belgische ondernemingen via het eigen vermogen. Door deze maatregel, die van kracht werd op 1 januari 2006, kunnen de ondernemingen hun belastinggrondslag verminderen met een bedrag dat berekend is aan de hand van de waarde van het eigen vermogen, gecorrigeerd voor een aantal balanselementen, waarop een deductietarief wordt toegepast dat gelijk is aan het gemiddelde jaarlijkse rendement van de OLO's. De maatregel maakt een einde aan de fiscale discriminatie tussen de financiering via vreemd vermogen en de financiering via eigen vermogen. De respectieve kosten van deze twee financieringswijzen zullen elkaar dan ook benaderen.

## Conclusies

De uitgifte van aandelen is een belangrijke financieringsbron voor de Belgische niet-financiële vennootschappen. In de periode 1995-2005 bedraagt hun aandeel in de gecumuleerde nieuwe verplichtingen van de niet-financiële vennootschappen zowat 32 pct. De aandelenuitgifte is dan ook het tweede belangrijkste financieringskanaal van de Belgische vennootschappen na het niet-bancaire krediet, dat 51 pct. van hun totale nieuwe verbintenissen in de periode 1995-2005 vertegenwoordigt.

De aandelenuitgifte is hier dan ook een veel belangrijker financieringsbron dan het bancaire krediet en de uitgifte van vastrentende effecten. De niet-genoteerde aandelen nemen het grootste deel (27 pct.) hiervan voor hun rekening, onder meer wegens het belang van de buitenlandse directe investeringen. De genoteerde aandelen vertegenwoordigen maar ongeveer 5 pct. van de nieuwe gecumuleerde verplichtingen van de Belgische niet-financiële vennootschappen in de periode 1995-2005.

Uit een empirische analyse van de determinanten van de kapitaalstructuur blijkt dat ondernemingen met meer immateriële activa en met een beursnotering sterker geneigd zullen zijn om een beroep te doen op financiering via aandelen. Andere variabelen, zoals de schuldgraad, de bedrijfsgrootte en de hoeveelheid interne middelen beïnvloeden het beroep op aandelenfinanciering daarentegen op negatieve wijze.

De timing van het gebruik van aandelenfinanciering hangt voor een deel af van macro-economische factoren zoals de ontwikkeling van de reële en financiële investeringen van de ondernemingen. De kapitaalkosten kunnen eveneens worden beschouwd als een belangrijke determinant van het gebruik van aandelenfinanciering in de tijd. In de periode 1999-2001, alsook sinds het midden van 2005, werden belangrijke aandelenemissies opgetekend. Deze evolutie viel samen ofwel met kapitaalkosten die duidelijk lager lagen dan hun langetermijngemiddelde, ofwel met een evolutie ervan die gunstig afstak ten opzichte van alternatieve financieringsbronnen. De recente regeringsmaatregel om een notionele renteaftrek toe te staan, kan overigens een verdere aandelenuitgifte fors stimuleren.

## Bibliografie

Brealey, R., Myers S.C., 2003, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill.

Jensen, M.C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Governance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76, p. 323-339.

Jensen, M.C., Meckling, W., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360.

Modigliani, F., Miller, M.H., 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48, p. 261-297.

Myers, S.C., 1977, Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, p. 147-175.

Myers, S.C., 2001, Capital Structure, *Journal of Economic Perspectives*, 15, p. 81-102.

Myers, S.C., Majluf, N., 1984, Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, p. 187-224.