

# Interne middelen, bankkrediet en andere financieringsbronnen: wat zijn de alternatieven voor de Belgische ondernemingen?

Ch. Piette  
M.-D. Zachary

## Inleiding

Net als elders speelt het bankwezen in België een cruciale rol in de financiering van de ondernemingen. De banken verstrekken de ondernemingen extra liquiditeiten in geval van tekorten en, nog belangrijker, ze verschaffen hun vaak de nodige middelen om te investeren in nieuwe productiecapaciteit. Hoewel de verschillende kredietvormen die de banken aanbieden ruimschoots voorzien in de behoeften van de ondernemingen, doen deze laatste ook vaak een beroep op andere financieringsbronnen.

Eén daarvan is interne financiering, of het gedeelte van de winst dat aan het einde van elk boekjaar wordt bestemd voor het eigen vermogen. Sommige ondernemingen die verbonden zijn aan Belgische of buitenlandse groepen, kunnen bovendien bij hun moeder- of zusterondernemingen aankloppen voor middelen in de vorm van maatschappelijk kapitaal of leningen tussen ondernemingen. De mogelijkheden zijn beperkter voor bedrijven die autonoom functioneren en die hun financieel draagvlak willen versterken, maar ook zij beschikken over alternatieven voor bancaire financiering.

Een van die alternatieven bestaat erin gebruik te maken van het spaargeld van de particulieren. Daartoe kunnen de ondernemingen in theorie aandelen of obligaties

uitgeven, maar over het algemeen doet slechts een zeer beperkt aantal ondernemingen, en dan vooral de grootste, een beroep op deze financieringswijze<sup>(1)</sup>, hetzij wegens de moeilijke toegang tot de kapitaalmarkten, hetzij meestal eenvoudigweg omdat dit niet noodzakelijk wordt geacht. Een meer courante praktijk is het aantrekken van onderhandse financiering bij verwanten of kennissen.

Ook andere institutionele sectoren dan de banken en de particulieren kunnen bijdragen tot de financiering van de ondernemingen, bijvoorbeeld verzekeringsondernemingen en andere types van financieel intermediairs, met name private equity en venture capital vennootschappen, alsook business angels. De risicobereidheid van deze geldschieters is doorgaans groter; hun financieringsaanbod is derhalve toegankelijker voor veelbelovende ondernemingen met innoverende en mogelijk zeer winstgevende projecten waarvan de slaagkansen echter onzekerder zijn.

Deze alternatieven voor de bancaire kredietverlening, hetzij via de financiële markten, hetzij via particuliere beleggingen, zijn overigens in zekere zin van belang voor de financiële stabiliteit. Een sterkere diversifiëring van de financieringsbronnen zou de financiële sector immers weerbaarder maken tegen grote macro-economische of financiële schokken en hem meer slagkracht bieden om middelen te verstrekken aan de ondernemingen. Een té sterke afhankelijkheid van bancaire financiering, zoals momenteel nog het geval is in België en in andere Europese landen, kan daarentegen schadelijk zijn indien de kredietinstellingen

(1) Ter illustratie, slechts zeven ondernemingen hebben in 2015 hun intrede gedaan op Euronext of Alternext.

zouden worden gedwongen hun balans te saneren ten koste van hun activiteiten inzake kredietverlening. Die diversifiëring van de financieringsbronnen is trouwens een van de belangrijkste doelstellingen van het project kapitaalmarktenuie waaraan de Europese Commissie momenteel werkt. Meer in het algemeen moet dit project de financieringskosten voor ingezeten ondernemingen terugdringen via een vermindering van de belemmeringen voor grensoverschrijdende investeringen in de Unie.

Tegen die achtergrond wordt in dit artikel een stand van zaken opgemaakt van de verschillende interne of externe financieringsinstrumenten die de Belgische ondernemingen gebruiken, alsook van de factoren die hun keuze ter zake kunnen beïnvloeden. In het eerste hoofdstuk van het artikel worden de structuur en de financieringsbronnen van de niet-financiële ondernemingen geschetst. Daarbij wordt met name een onderscheid gemaakt tussen intragroepsfinanciering die – ook al maakt slechts een minderheid van de ondernemingen er gebruik van – in België een belangrijke rol speelt, en de financiering van de autonome ondernemingen. Het tweede hoofdstuk bevat een analyse van de factoren die het gebruik van de verschillende financieringswijzen bepalen, in het bijzonder de vraagfactoren. De empirische resultaten worden geïnterpreteerd vanuit de invalshoek van de pikordetheorie (pecking-order theory) en de theorie van de financiële groeicyclus (financial growth cycle theory). Het derde hoofdstuk is een toelichting bij de structuur van het financieringsaanbod in België. De voornaamste lessen die uit de analyse worden getrokken, zijn samengevat in de conclusie.

## 1. Overzicht van de financiering van de Belgische ondernemingen

Om een beeld te krijgen van de financiering van de in België gevestigde niet-financiële ondernemingen, moet een onderscheid worden gemaakt tussen de met een – Belgische of buitenlandse – groep verbonden ondernemingen en de overige. Eerstgenoemde vertonen immers enkele specifieke kenmerken met betrekking tot hun balansstructuur en ze beschikken over een aantal financieringsmogelijkheden die buiten het bereik liggen van alleenstaande ondernemingen. Voor deze laatste groep is bankkrediet dan ook belangrijker. Deze verschillende aspecten worden behandeld in de vier paragrafen waaruit dit hoofdstuk is samengesteld.

### 1.1 Belang van de verschillende financieringswijzen

Zoals blijkt uit grafiek 1, worden de niet-financiële ondernemingen grotendeels gefinancierd met eigen vermogen.

Dit laatste omvat zowel de inbreng van de aandeelhouders of de vennoten bij de oprichting van de onderneming en de latere kapitaalinjecties als de overgedragen winsten en de reserves, die de interne financiering uitmaken. Een aanzienlijk gedeelte van het in Belgische ondernemingen geïnvesteerde eigen vermogen is afkomstig van andere ingezeten vennootschappen en buitenlandse directe investeerders. Samen maakten die participaties eind 2015 20,7% van de totale verplichtingen van de in België gevestigde ondernemingen uit, terwijl de rechtstreeks door particulieren of institutionele investeerders aangehouden aandelen en participaties goed waren voor 37,4%.

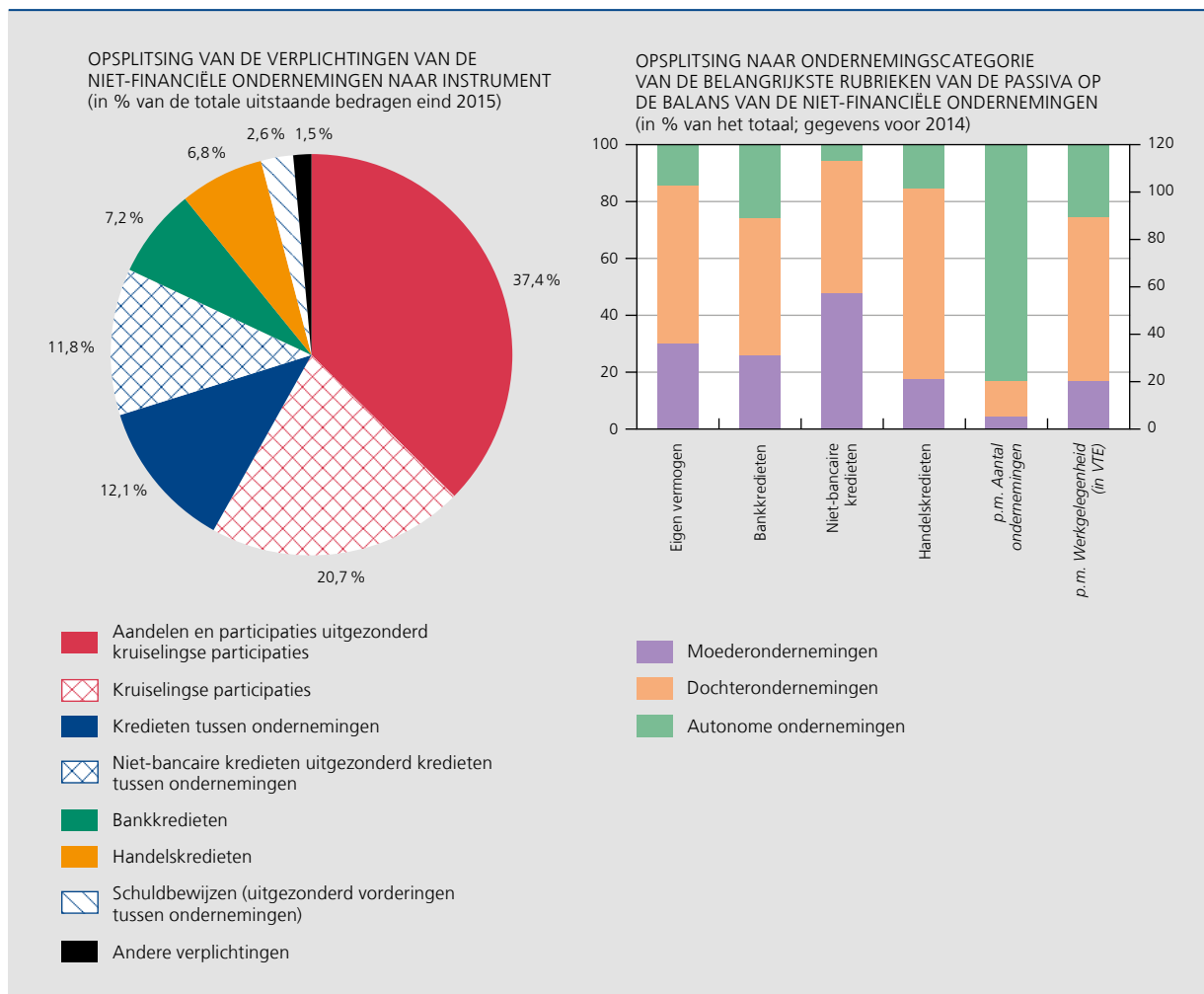
De overige externe financiering bestaat dan weer grotendeels uit niet-bancaire kredieten, wat eveneens wijst op het belang van de financiële intragroepsverbanden. De kredieten tussen ondernemingen maken op zich reeds 12,1% uit van de totale verplichtingen van de niet-financiële ondernemingen. Kredieten van de andere institutionele sectoren betreffen met name al dan niet achtergestelde leningen van verzekeringsondernemingen, gespecialiseerde kredietondernemingen (zoals leasingbedrijven), of nog, ontvangen voorschotten van particulieren. Daarbij komen de handelsschulden, die 6,8% van de totale verplichtingen uitmaakten. Die handelsschulden bestaan voornamelijk uit door leveranciers toegestaan uitstel voor het betalen van facturen. Ter vergelijking: financiering door middel van bankkredieten was goed voor 7,2% van de verplichtingen van de ondernemingen.

### 1.2 Ondernemingen die deel uitmaken van een groep en autonome ondernemingen: twee verschillende financieringsstructuren

De in het linkergedeelte van grafiek 1 voorgestelde uitsplitsing van de verplichtingen van de niet-financiële ondernemingen verhuult een zeer sterke concentratie van de via deze verschillende instrumenten geïnvesteerde bedragen bij een relatief beperkt aantal ondernemingen die deel uitmaken van een groep. Geraamd wordt dat deze laatste 17% uitmaakten van het totale aantal in België gevestigde niet-financiële ondernemingen en dat ze aan de passiefzijde van hun balans 86% van het totale uitstaande bedrag aan eigen vermogen concentreerden<sup>(1)</sup>. Bij de ondernemingen die tot een groep behoren, kan een onderscheid worden gemaakt tussen twee categorieën, hieronder 'moederondernemingen' en 'dochterondernemingen' genoemd. Moederondernemingen worden

(1) Deze ramingen berusten op de jaarrekeningen voor 2014, het laatste jaar waarvoor de gegevens van de Balanscentrale beschikbaar waren op het ogenblik van de totstandkoming van dit artikel.

**GRAFIEK 1 BELANG EN VERDELING VAN DE VERSCHILLENDE FINANCIERINGSINSTRUMENTEN VAN DE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN**



Bron: NBB (Balanscentrale en financiële rekeningen).

gedefinieerd als zijnde Belgische ondernemingen die participaties aanhouden in andere ondernemingen, in België zelf of in het buitenland, en zelf niet direct of indirect worden aangehouden door een of meerdere andere vennootschappen<sup>(1)</sup>. Dochterondernemingen zijn (via rechtstreekse of indirecte participaties) aangehouden ondernemingen<sup>(2)</sup>, hetzij door in België gevestigde

moederondernemingen, hetzij door buitenlandse vennootschappen. De overige ondernemingen, waarvoor geen participaties worden geregistreerd, worden beschouwd als 'autonome ondernemingen'. Ze maken het leeuwendeel uit (83 %) van de in België gevestigde niet-financiële ondernemingen.

(1) De door buitenlandse vennootschappen aangehouden ingezeten ondernemingen worden geïdentificeerd aan de hand van de enquête van de NBB naar de directe investeringen.

(2) Een aantal ondernemingen die een beroep hebben gedaan op een kapitaalbreng door private equity of venture capital vennootschappen (met inbegrip van privaks), alsook door andere investeringsmaatschappijen, worden niet beschouwd als deel van een groep. Ze werden dan ook ingedeeld bij de autonome ondernemingen (of bij de moederondernemingen als ze participaties aanhouden). De verschillende investeringsmaatschappijen worden geïdentificeerd door het Instituut voor de Nationale Rekeningen in de classificatie van institutionele sectoren. Een gedeelte van de door sommige ondernemingen uitgegeven aandelen kan overigens worden aangehouden door andere vennootschappen, zonder dat deze laatste voldoende deelbewijzen van het maatschappelijk kapitaal bezitten om die ondernemingen te controleren. Deze participaties worden evenmin in aanmerking genomen en de beursgenoteerde vennootschappen in kwestie worden ingedeeld bij de moederondernemingen of bij de autonome ondernemingen, afhankelijk of ze al dan niet dochterondernemingen bezitten.

Moeder- en dochterondernemingen onderscheiden zich van autonome ondernemingen door de structuur van hun balans – zie tabel 1 – die, wat de eerste twee categorieën van ondernemingen betreft, onder meer de omvang van de totale participaties weerspiegelt. Algemeen beschouwd, zijn de financiële vaste activa van de moeder- en dochterondernemingen – die de participaties in verbonden ondernemingen en de kredietverlening aan deze ondernemingen omvatten – immers goed voor respectievelijk 54,5% en 63,6% van hun activa. Deze rubriek van de balans stemt overeen met 15,2% van de totale

activa van de autonome ondernemingen, en ze heeft bij deze laatste voornamelijk betrekking op beleggingen en diverse vorderingen. De kruiselingse participaties binnen de groepen komen uiteraard ook tot uiting in de passiva van de vennootschappen die deel uitmaken van deze groepen. Het eigen vermogen maakt immers 47,1% uit van het balanstotaal van de dochterondernemingen, tegen 39,1% voor de autonome ondernemingen. Het aandeel van het eigen vermogen is groter bij de moederondernemingen (52,2%), die zich per definitie bovenaan in de participatiestructuren bevinden.

Een ander aspect waarin de financieringsstructuur van groepen zich onderscheidt van die van autonome ondernemingen is het ruimere aandeel van de niet-bancaire

kredieten in de totale passiva, voor de dochterondernemingen nog meer (21,3%) dan voor de moederondernemingen (15,3%). Dat valt grotendeels te verklaren door leningen tussen ondernemingen die worden verstrekt door de moederondernemingen of door andere dochters van dezelfde groep, in sommige gevallen als aanvulling op andere soorten niet-bancaire kredieten zoals achtergestelde leningen of diverse voorschotten. Deze laatste worden ook gebruikt door de autonome ondernemingen, waarvoor het aandeel van de niet-bancaire kredieten in het balanstotaal 8,8% bedraagt.

Ondanks de uiteenlopende financieringsstructuren, zijn autonome ondernemingen niet noodzakelijk minder rendabel dan ondernemingen die deel uitmaken van een

**TABEL 1** BALANS VAN DE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN PER ONDERNEMINGSCATEGORIE  
(gegevens voor 2014)

	Moederondernemingen	Dochterondernemingen	Autonome ondernemingen
Aantal ondernemingen <sup>(1)</sup>	19 767	41 094	288 741
waarvan:			
Kleine ondernemingen	16 941	24 869	286 889
Middelgrote ondernemingen	2 418	14 339	1 720
Grote ondernemingen	408	1 886	132
Gemiddelde werkgelegenheid (in VTE)	15,8	26,0	1,6
Structuur van de activa (uitstaande bedragen in % van het totaal)			
Materiële en immateriële vaste activa	24,4	13,3	42,9
Financiële vaste activa	54,5	63,6	15,2
Handelsvorderingen	6,7	9,1	10,9
Overige	14,3	14,1	31,0
Structuur van de passiva (uitstaande bedragen in % van het totaal)			
Eigen vermogen	52,2	47,1	39,1
Bankkredieten	13,4	9,5	23,2
waarvan: Kredieten op ten hoogste een jaar	2,8	2,9	3,6
Niet-bancaire kredieten	15,3	21,3	8,8
waarvan: Kredieten op ten hoogste een jaar	3,5	5,6	0,5
Handelsschulden	6,2	7,9	9,9
Overige	12,9	14,1	19,0
Financiële ratio's (gemiddelden <sup>(2)</sup> )			
Nettorentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen <sup>(3)</sup>	6,0	5,2	8,6
Liquiditeitsratio in strikte zin <sup>(4)</sup>	0,9	1,1	1,3
Solvabiliteit <sup>(5)</sup>	44,9	40,1	40,5
Aantal dagen leverancierskrediet <sup>(6)</sup>	58,0	58,5	51,9

Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) De ondernemingen uit de financiële dienstverlening, de overheid en het onderwijs zijn geweerd uit de onderzochte populatie.

(2) Gemiddelden voor een staal dat gezuiverd werd voor extreme waarden aan de hand van het interkwartiel verschil.

(3) Winst van het boekjaar gedeeld door het eigen vermogen, in %.

(4) Som van de vorderingen op ten hoogste een jaar, thesauriebeleggingen en liquide middelen, gedeeld door de schulden op ten hoogste een jaar.

(5) Verhouding tussen het eigen vermogen en het balanstotaal, in %.

(6) Verhouding tussen de handelsschulden en de som van de aankopen van handelsgoederen, diverse diensten en goederen en de in rekening van de onderneming gebrachte btw, vermenigvuldigd met 365. Deze indicator wordt alleen berekend voor ondernemingen die hun jaarrekening volgens het volledig model hebben opgesteld.

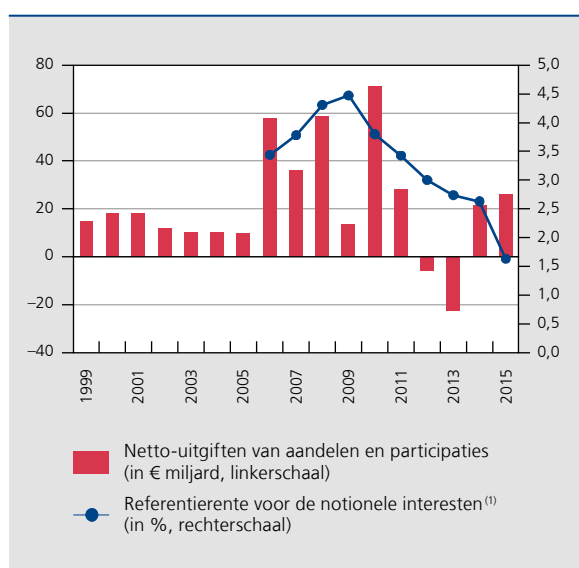
groep. Gemiddeld beschouwd, ligt de nettorentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen van de autonome ondernemingen zelfs hoger (8,6 %) dan die van de moederondernemingen (6,0 %) en de dochterondernemingen (5,2 %). Bovendien blijkt hun financiële positie ietwat solider te zijn dan die van de dochterondernemingen. Vooral hun liquiditeitsratio in strikte zin ligt gemiddeld beschouwd hoger (1,3 tegen 1,1 voor dochterondernemingen), en hetzelfde geldt voor de solvabiliteitsratio (40,5 % tegen 40,1 %). Deze laatste ratio is evenwel gunstiger voor moederondernemingen aangezien ze ook hun hoger kapitalisatieniveau weerspiegelt.

Het aanzienlijk aandeel van eigen vermogen en niet-bancaire kredieten bij de ondernemingen die deel uitmaken van een groep, ongeacht of het gaat over moeder- of dochterondernemingen, kan deels worden verklaard door het Belgisch stelsel van fiscale aftrek voor risicokapitaal. Dat stelsel werd voor het eerst toegepast tijdens het aanslagjaar 2007 en zou in de plaats komen van het tot op dat ogenblik geldende specifieke systeem van de coördinatiecentra. Het biedt de ondernemingen de mogelijkheid een bedrag aan notionele interesten af te trekken van hun belastinggrondslag. Die interesten worden berekend als het product van een referentietarief (op basis van de rente op tienjaars OLO's) en het eigen vermogen. Ter voorkoming van misbruiken waarbij via meerdere kruiselingse participaties een cascade aan belastingaftrekken wordt verkregen, zijn evenwel bepaalde bedragen in mindering

gebracht. Het 'gecorrigeerde' eigen vermogen wordt vermindert met onder meer de uitstaande bedragen van participaties in verbonden vennootschappen. De Vorderingen op die ondernemingen worden bij deze correctie echter niet in aanmerking genomen. Om het bedrag van de aftrek voor risicokapitaal te maximaliseren, worden nationale of buitenlandse groepen ertoe aangemoedigd het eigen vermogen samen te brengen in vennootschappen die in België gevestigd zijn, en vervolgens de middelen aan andere, al dan niet ingezeten vennootschappen van de groep toe te wijzen in de vorm van leningen tussen ondernemingen, aangezien de rentes daarop aftrekbaar zijn als kosten<sup>(1)</sup>.

De invoering van dit fiscaal stelsel heeft zich vanaf 2006 vertaald in een forse toename van de investeringen – in de vorm van eigen vermogen – in ingezeten niet-financiële ondernemingen, zoals blijkt uit grafiek 2. De sedert 2010 opgetekende geleidelijke daling van de referentierente heeft de fiscale stimulus evenwel steeds minder aantrekkelijk gemaakt, wat tot uiting is gekomen in het verloop van de netto-uitgiften van aandelen en participaties van niet-financiële ondernemingen. In 2012 en 2013 nam het eigen vermogen van een aantal vennootschappen overigens aanzienlijk af. Aangezien de fiscale aftrek voor risicokapitaal niet alleen de concentratie van eigen vermogen in een aantal vennootschappen stimuleert, maar ook de kredietverlening tussen ondernemingen, kan het stelsel eveneens een rol spelen in het ruime aandeel van de niet-bancaire kredieten in de verplichtingen van ondernemingen die deel uitmaken van een groep, in het bijzonder van de dochterondernemingen.

**GRAFIEK 2** VERLOOP VAN HET EIGEN VERMOGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN EN NOTIONELE INTERESTEN



Bron: NBB (financiële rekeningen).

(1) Gebaseerd op de gemiddelde rentevoet op de door de Belgische overheid in het voorafgaande jaar uitgegeven lineaire obligatie met een looptijd van tien jaar.

### 1.3 Financiering op korte termijn van verbonden ondernemingen

Een niet te verwaarlozen gedeelte van de leningen tussen ondernemingen heeft een looptijd van minder dan een jaar. Die leningen houden wellicht verband met de behoefte aan bedrijfskapitaal van de verschillende vennootschappen in de groep. Om in die behoefte te voorzien, kunnen de ondernemingen immers putten uit een gemeenschappelijke liquiditeitsreserve, zoals blijkt uit de elasticiteit van de niet-bancaire kredietverlening van de dochterondernemingen ten opzichte van hun behoefte aan bedrijfskapitaal. Die elasticiteit werd aan de hand van een econometrische analyse op 0,85 geraamd (zie tabel 2). Dit betekent dat een verhoging van hun behoefte

(1) Burggraeve *et al.* (2008) beschrijven meer gedetailleerd de inhoud van de wet van 22 juni 2005 waarmee de fiscale aftrek voor risicodragend kapitaal werd ingevoerd; ze gaan tevens uitvoerig in op de weerslag daarvan op de financieringsstructuur van de ondernemingen.

aan bedrijfskapitaal met één procentpunt ten opzichte van hun balanstotaal gemiddeld beschouwd leidt tot een toename van het bedrag van hun niet-bancaire kredieten met 85 basispunten, eveneens uitgedrukt als percentage van het balanstotaal. Die elasticiteit is vrijwel nihil (0,07) in de autonome ondernemingen die zich, wanneer ze met een liquiditeitstekort kampen, vaker tot de banken wenden voor een kredietlijn. Zulks komt tot uiting in de elasticiteit (0,60) van hun kortlopend bankkrediet ten opzichte van hun behoefte aan bedrijfskapitaal.

De financieringsmogelijkheden van de ondernemingen die deel uitmaken van een groep lijken zich overigens niet te beperken tot de toegang tot gemeenschappelijke liquiditeiten. De op basis van de gegevens van de jaarrekeningen berekende indicatoren met betrekking tot het aantal dagen leverancierskrediet, die hoger zijn voor moeder- en dochterondernemingen, wijzen erop dat deze ondernemingen over meer flexibiliteit inzake betalingstermijnen beschikken dan de autonome ondernemingen. Dat heeft mogelijk te maken met het feit dat de ondernemingen van dezelfde groep hun handelstransacties overwegend met zusterondernemingen verrichten.

Dat de dochter- en moederondernemingen over de mogelijkheid beschikken om intragroepsfinanciering te verkrijgen, betekent niet dat ze geen beroep hoeven te doen op het bankwezen voor de financiering van grote investeringen of om te voorzien in hun liquiditeitsbehoeften. Zo voorzien moederondernemingen vaak in hun liquiditeitsbehoeften – en via leningen tussen ondernemingen wellicht ook in die van hun dochterondernemingen – door langlopende bankkredieten aan te gaan<sup>(1)</sup>. Dat kan overigens verklaren waarom het aandeel van bankkrediet in de passiva op hun balans

groter is dan bij de dochterondernemingen. Bancaire financiering en de regelingen inzake liquiditeitsbeheer in de ondernemingsgroepen zijn derhalve twee complementaire systemen: banken verschaffen krediet als aanvulling op het eigen vermogen van een of meerdere entiteiten van de groep, en die extra financiering kan in voorkomend geval aan andere vennootschappen worden toegewezen in de vorm van leningen tussen ondernemingen.

#### 1.4 Financieringsbronnen van de autonome ondernemingen

De autonome ondernemingen, die niet over dergelijke liquiditeitsreserves beschikken, financieren zich meestal met eigen middelen, namelijk met de middelen die ze genereren via hun exploitatieoverschot en die ze na het afsluiten van de jaarrekening niet uitkeren aan de aandeelhouders of vennoten. Tussen 2007 en 2012 gaf gemiddeld bijna 38 % van de autonome ondernemingen met minstens één werknemer de voorkeur aan interne financiering (zie grafiek 3). Andere ondernemingen – gemiddeld 22,7 % tijdens dezelfde periode – gingen het vaakst handelsschulden aan. Het gebruik van bankkrediet is over het algemeen zeldzamer. Langlopend bankkrediet was meer bepaald de belangrijkste financieringswijze voor 12,4 % van de autonome ondernemingen. Er zij evenwel opgemerkt dat het daarbij meestal gaat om hogere bedragen in vergelijking met de financieringsinstrumenten op korte termijn, die door de ondernemingen vooral worden gebruikt om een gebrek aan liquiditeiten op te vangen, bijvoorbeeld om de lonen te betalen of andere binnenkort te vervallen schulden af te lossen. Langlopende kredieten, zowel de bancaire als de niet-bancaire, worden vaker gebruikt voor de financiering van duurzame activa, zoals vast kapitaal of eventueel om bedrijfskapitaal aan te leggen, teneinde de liquiditeitsbehoeften en dus het beroep op kortlopende financieringsinstrumenten te beperken. Dat geldt ook voor kapitaalbreng na de opstartfase van de ondernemingsactiviteiten, en dus na de initiële inbreng van de aandeelhouders of vennoten. Deze financieringswijze, die onder meer investeringen in het maatschappelijk kapitaal door private equity en venture capital vennootschappen omvat, als aanvulling op eventueel ontoereikend, door particulieren aangehouden eigen vermogen, lijkt echter weinig frequent voor te komen.

**TABEL 2** ELASTICITEIT VAN DE KORTLOPENDE KREDIETEN TEN OPZICHTE VAN DE BEDRIJFSKAPITAALBEHOEFTE<sup>(1)</sup>

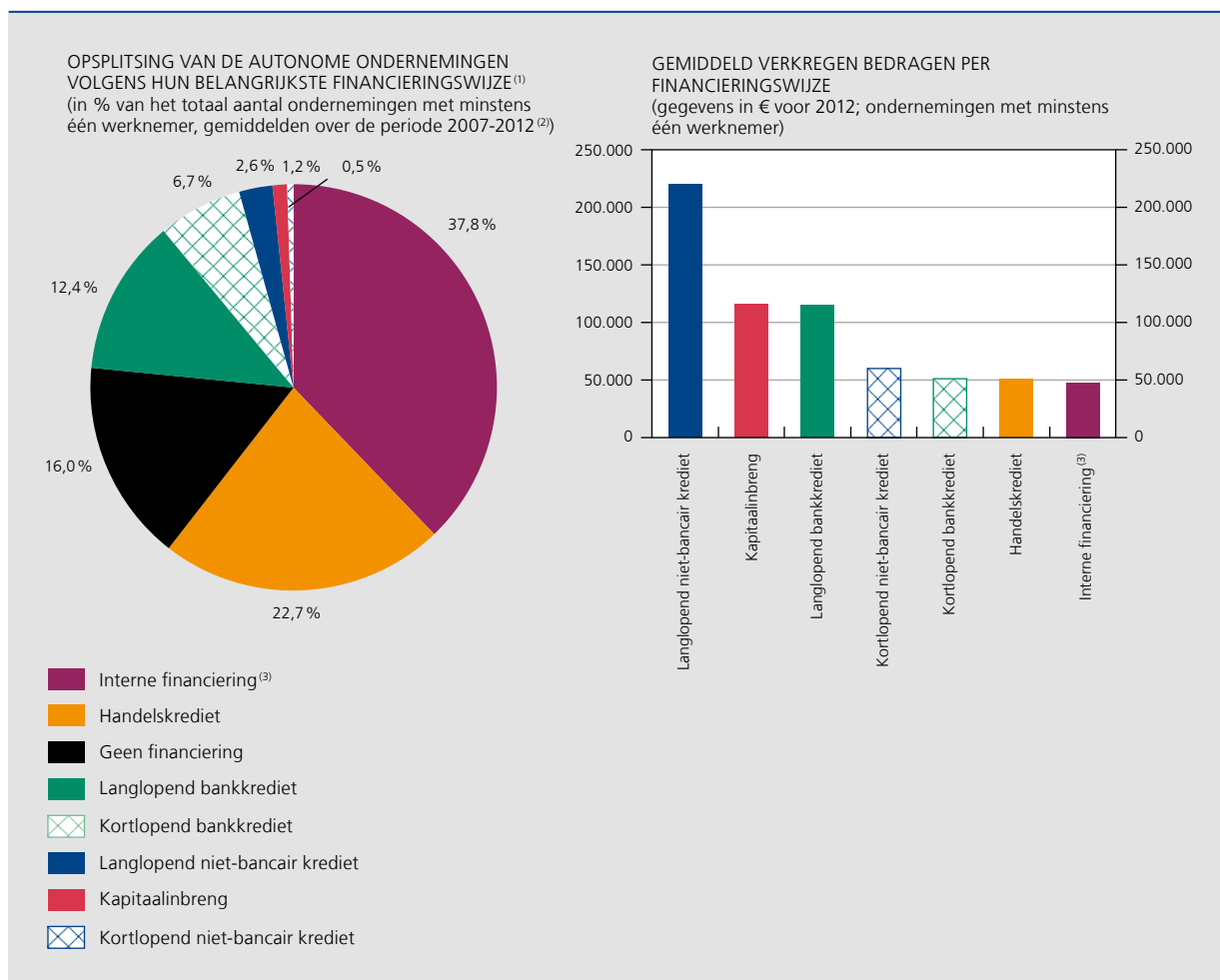
(ramingen voor de periode 2005-2014)

	Bank-kredieten	Niet-bancaire kredieten
Moederondernemingen . . . . .	0,29	0,07
Dochterondernemingen . . . . .	0,04	0,85
Autonome ondernemingen . . . . .	0,60	0,07

Bron: NBB (Balanscentrale en eigen berekeningen).

(1) De elasticiteiten werden berekend door regressie van de bedragen van de bancaire of niet-bancaire schulden op ten hoogste een jaar, uitgedrukt in % van het balanstotaal, op het verschil tussen de bedrijfskapitaalbehoefte en het bedrijfskapitaal, eveneens uitgedrukt in % van het balanstotaal, alsook op het aantal werknemers in VTE, de arbeidsproductiviteit, de nettorentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen, de leeftijd van de onderneming, de solvabiliteit, een binaire variabele per bedrijfstak en een andere binaire variabele voor elk jaar in de ramingsperiode.

(1) Dit blijkt met name uit de resultaten van de econometrische analyse als bijlage bij dit artikel. Volgens deze ramingen bestaat er een significant negatieve relatie tussen de hoeveelheid liquiditeiten die een moederonderneming aanhoudt en de kans dat ze zich financiert met langlopend bankkrediet. Diezelfde resultaten bevestigen de relatie tussen het gebrek aan liquiditeiten van de autonome ondernemingen en hun geneigdheid om een beroep te doen op kortlopend bankkrediet.



Bron: NBB (Balanscentrale en eigen berekeningen).

- (1) Een financieringswijze wordt beschouwd als de belangrijkste financieringswijze van een onderneming als het bedrag dat de onderneming op die manier heeft opgehaald groter is dan de bedragen die ze via de andere in de grafiek vermelde financieringswijzen heeft verkregen. De via elk instrument verkregen bedragen worden berekend aan de hand van de verschillen van de uitstaande bedragen die worden meegedeeld in de overeenstemmende rubrieken van de passiva op de balans van twee opeenvolgende jaren.
- (2) De jaren 2013 en 2014 werden niet in aanmerking genomen bij de berekening van de in deze twee grafieken voorgestelde gemiddelden. Deze jaren werden gekenmerkt door de overdracht van een gedeelte van de herbelegde winsten en de reserves naar de 'liquidatiereserves' die in het eigen vermogen worden opgenomen in het kader van de overgangperiode waarin werd voorzien door de programmawet van 28 juni 2013. Krachtens die wet werd de onroerende voorheffing op de liquidatieboni opgetrokken van 10 naar 25%. Deze overdracht heeft een aanzienlijk effect op de gegevens inzake kapitaalbreng voor 2013 en 2014, wat deze jaren weinig representatief maakt voor de gewoonlijk door niet-financiële vennootschappen verrichte transacties.
- (3) Interne financiering omvat de herbelegde winsten en de aan de reserves toegerekende bedragen.

## 2. Determinanten van de door de ondernemingen aangewende financieringswijzen

De gegevens betreffende de in de vorige paragraaf geschetste autonome ondernemingen doen vermoeden dat er een hiërarchie bestaat tussen de diverse door de ondernemingen gehanteerde financieringswijzen, of althans een bevoorrecht beroep op sommige ervan. Een verklaring daarvoor kan worden geboden door de economische literatuur waarin de financieringsstructuur van de ondernemingen wordt bestudeerd. Die literatuur wordt in de hieronder volgende paragrafen summier overlopen.

De financieringskeuzen van de autonome ondernemingen worden vervolgens onderzocht op basis van de gegevens van de jaarrekeningen, aan de hand van een economisch model.

### 2.1 Theoretisch kader: pecking order en financiële groeicyclus

De hiërarchie tussen financieringsinstrumenten, die blijkt uit de gegevens betreffende de autonome ondernemingen, wijst op een sterke coherentie met de historisch door Myers (1984) toegelichte pecking order theory.



Die theorie voert argumenten aan voor een pikorde van de financieringswijzen, waarbij wordt uitgegaan van de agencytheorie, asymmetrische informatie en de signaleringstheorie<sup>(1)</sup>. Ze spoort bijzonder goed met de theorie van de financiële groeicyclus, volgens welke de financieringswijzen waar de ondernemingen toegang toe hebben, variëren naargelang van hun ontwikkelingsfase. Die twee theoretische modellen worden verderop kort beschreven.

### 2.1.1 Pecking order theory

De algemene teneur van de pecking order theory is dat ondernemingen de voorkeur geven aan zelffinanciering teneinde te vermijden dat de eigendom van de onderneming wordt overgedragen of versnipperd, dat cruciale informatie aan een derde partij wordt meegegeed, dat rekenschap moet worden afgelegd aan de markt of dat al te zware transactiekosten moeten worden betaald. Indien de aan de winstgevende investeringen gerelateerde financieringsbehoeften de mogelijkheden inzake beroep op interne financiering te boven gaan, kiezen ze voor externe financiering. In dat geval geven ze voor de kapitaalverhoging de voorkeur aan het aangaan van schulden (uitgifte van obligaties of meer algemeen het beroep op leningen), gelet op de eventuele overdracht van rechten en van de informatieve inhoud gerelateerd aan elk van beide methoden, alsook op de transactiekosten.

Dat de voorkeur wordt gegeven aan interne financiering heeft in de eerste plaats te maken met de wens van de ondernemers (met name de eigenaars-bestuurders) om de zeggenschap over hun onderneming niet te verliezen. Daarom stellen ze zich zeer terughoudend op tegenover het aanvaarden van nieuwe aandeelhouders en trachten ze liever via interne financiering aan het voor hun activiteiten benodigde kapitaal te komen. Indien die financiering niet toereikend is, zal de bestuurder veeleer kiezen voor financieringsbronnen die geen beperking inzake zeggenschap met zich brengen: kortetermijnschuld waarvoor geen waarborg vereist is en waarvoor geen enkele clause wordt opgelegd, gevolgd door langerlopende schulden en, ten slotte, de uitgifte van aandelen.

In de economische literatuur vindt men bevestigingen dat de eigendomsstructuur een invloed heeft op het type van financiering (Mac an Bhaire en Lucey, 2010; Ferrando

en Griesshaber, 2011). Wanneer de eigenaars van de onderneming door familiebanden of gelijkwaardige banden verbonden zijn, of wanneer het één enkele eigenaar betreft, kiest de onderneming minder vaak voor externe financiering en vooral minder voor middelen die verlies van controle over de onderneming meebrengen. De niet met een groep verbonden ondernemingen hanteren doorgaans ook flexibeler instrumenten in hun streven de controle niet te verliezen.

Het beroep op interne financiering blijkt tevens minder duur te zijn dan het aangaan van extra schulden, wat op zijn beurt goedkoper is dan de uitgifte van nieuwe aandelen. Ook het bedrag van de transactiekosten dat varieert naargelang van de aangewende financieringsbron verklaart mede de pikorde bij de keuze van de financieringswijze van de autonome ondernemingen. Bovendien zijn die kosten revelerend voor de beperkte toegang van de kmo's tot de kapitaalmarkten, wat tot uiting komt in een financieringskloof (funding gap) voor die ondernemingen. Die funding gap kan worden uitgesplitst in twee componenten: enerzijds een aanbodtekort (te weinig middelen of te hoge kosten) en, anderzijds, een kennistekort, want de bestuurders van kmo's zijn over het algemeen minder goed op de hoogte van alle mogelijkheden inzake externe financiering en de eigenschappen ervan (Sanchez-Vidal en Martin-Ugedo, 2005). Het gevolg daarvan is dat de voornaamste bron van langetermijnfinanciering interne middelen zijn en, indien nodig, bankkrediet.

Volgens de pikorde wordt de voorkeur gegeven aan schulden boven kapitaalverhoging, niet alleen omdat ze minder kosten met zich brengen, maar ook omdat het beroep op leningen wordt gezien als een signaal dat de bestuurder vertrouwen stelt in het vermogen van de onderneming om haar schulden te voldoen en een faillissement te vermijden. Dat wordt door de markten geïnterpreteerd als een positief teken en leidt tot een stijging van de beursnotering of van de waarde van de onderneming. De kapitaalverhoging, daarentegen, zorgt voor een daling van de beursnotering van het aandeel of van de waarde van de onderneming, want de asymmetrische informatie tussen de managers – die handelen in het belang van de huidige aandeelhouders (het betreft vaak dezelfde personen in het geval van autonome kmo's) – en de externe investeerders impliceert dat de onderneming die een kapitaalverhoging uitvoert, een voldoende hoge risicopremie verschuldigd is om nieuw kapitaal aan te trekken en eventuele tegenslagen in verband met de financiering van het industrieel project te dekken. De nieuwe aandelen moeten dan ook onder de marktwaarde worden uitgegeven. In het geval van de uitgifte van obligaties, is die premie lager vanwege het kleinere door de investeerders genomen risico.

(1) Bij de uitwerking van die theorie werd gebruik gemaakt van de werkzaamheden van Jensen en Meckling (1976) over de agencytheorie, van Myers en Majluf (1984) over de asymmetrische informatie en van Ross (1977) over de signaleringstheorie. Hoewel de theorie aanvankelijk ontwikkeld werd voor beursgenoteerde ondernemingen, is ze in tal van internationale werken ook goed gedocumenteerd voor kleine en middelgrote ondernemingen (voor een overzicht, zie Domenichelli, 2008; Watson en Wilson, 2002).

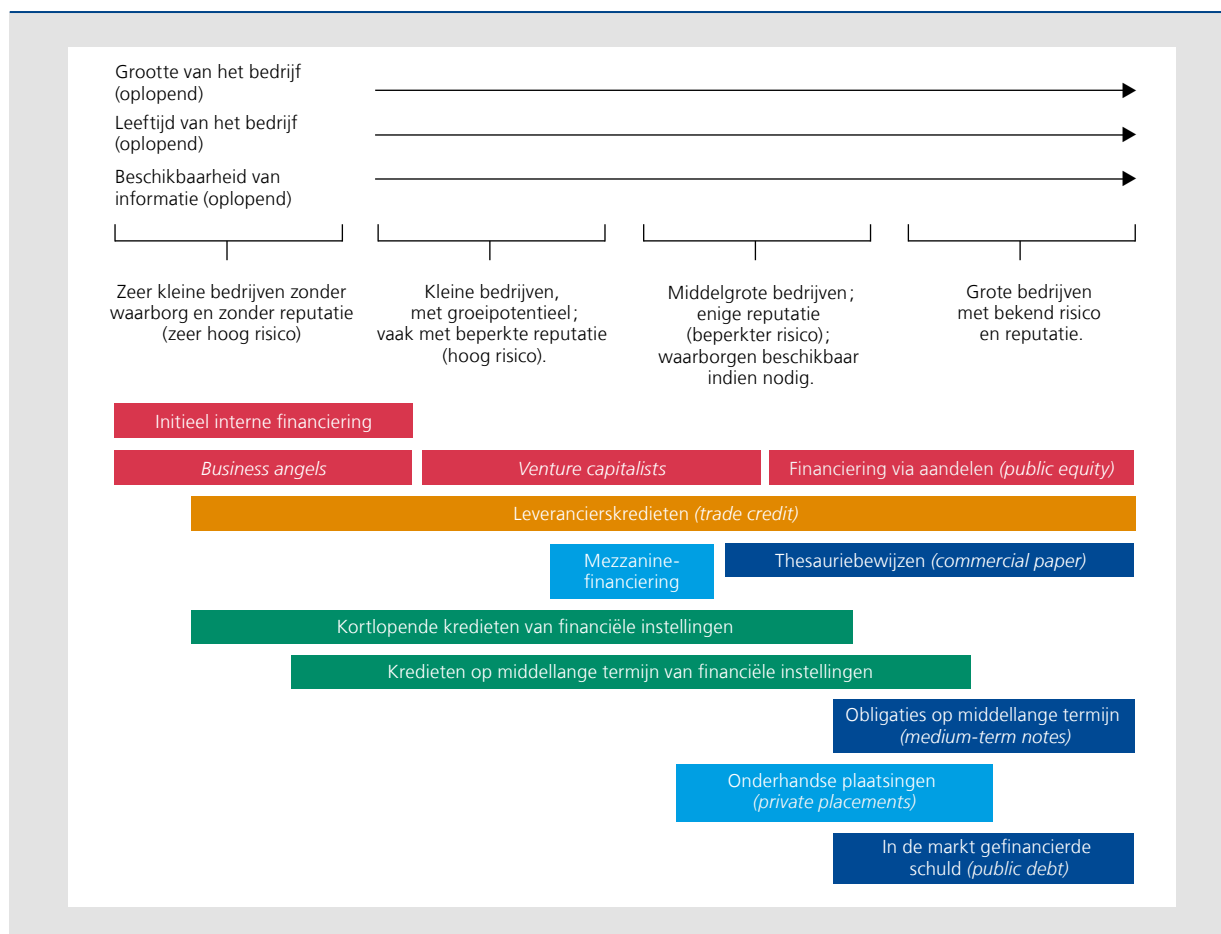


## 2.1.2 Theorie van de financiële groeicyclus

Ook andere factoren kunnen de door een onderneming geprefereerde financieringswijze(n) beïnvloeden. Tot de belangrijkste behoren de ontwikkelingsfase waarin de onderneming zich bevindt, verder in de analyse benaderd aan de hand van de leeftijd of de grootte van de onderneming, en de groei die ze vertoont (benaderd aan de hand van de toename van de werkgelegenheid). Om daar rekening mee te houden, moet een ander theoretisch kader worden aangewend, namelijk dat van de financiële groeicyclus (financial growth cycle). Die cyclus is gebaseerd op de financieringsbronnen waar de ondernemingen toegang toe hebben naarmate ze zich ontwikkelen, naarmate hun reputatie groeit en naarmate ze inzake informatie minder ondoorzichtig worden (grafiek 4). Bij dat paradigma wordt dus rekening gehouden met de volledige levenscyclus van de onderneming. Dat model werd ontwikkeld door Berger en Udell (1998).

De kleinste en jongste ondernemingen, die het zeer moeilijk hebben om investeerders of kredietverstrekkers te overtuigen van hun kwaliteit (wegens ondoorzichtige informatieverstrekking, onvoldoende activa om als onderpand te geven, te weinig kredietreferenties en -antecedenten, enz.), zijn doorgaans aangewezen op door de ondernemer zelf, zijn familie of vrienden ingebrachte initiële financiering (Chavis *et al.*, 2011), op handelskredieten en, in sommige gevallen, op door business angels geïnvesteerde middelen. Het betreft meestal kortetermijnfinanciering, wat de kapitaalverstrekkers meer flexibiliteit biedt om, in geval van twijfels over de leefbaarheid van het industrieel project, overeenkomsten te beëindigen. De ondoorzichtige informatieverstrekking is immers groter voor kleine en jonge ondernemingen, waardoor de kapitaalverstrekkers terughoudender zijn bij het verlenen van langetermijnfinanciering. Voor dat soort van kapitaal kunnen de kmo's een beroep doen op in private equity gespecialiseerde ondernemingen.

**GRAFIEK 4** LEVENSCYCLUS VAN DE ONDERNEMING EN FINANCIERINGSBRONNEN



Bron: Aanpassing naar Berger en Udell (1998).

Deze schematische voorstelling biedt een algemeen beeld van de belangrijke financieringsbronnen in de diverse stadia van de financiële groeicyclus; de grenzen van elk financieringsmiddel moeten echter niet als absoluut worden geïnterpreteerd. Zeer grote ondernemingen kunnen zich bijvoorbeeld nog financieren via bankleningen of onderhandse plaatsingen.

Wanneer de onderneming groter wordt en haar reputatie groeit, begint ze toegang te krijgen tot financiering via intermediairs (aandelen en schulden). In dat stadium kan de financiering afkomstig van venture capitalists een mogelijkheid worden, maar meestal komen de middelen van banken of andere types van financiële instellingen. Met name de sterk groeiende ondernemingen, waarvan de interne middelen niet toereikend zijn om de bedrijvigheid te financieren, doen proportioneel beschouwd een groter beroep op externe financiering, waarvan de aard uiteraard ook afhankelijk zal zijn van hun leeftijd en hun grootte. Ze zullen zich ook financieren via een bredere waaier van instrumenten dan de andere ondernemingen en ze worden met name een doelgroep voor venture capitalists, die aangetrokken worden door interessante rendementsvooruitzichten. Naarmate de onderneming ouder en groter wordt, kunnen ook de gecumuleerde overgedragen winsten een belangrijke financieringsbron worden (meer bepaald López-Gracia en Aybar-Arias (2000) tonen aan dat de grotere ondernemingen een hoger niveau van zelffinanciering bereiken) en borg staan voor de resultaten van de onderneming bij eventuele geldverstrekkers. Wanneer de ondernemingen rendabeler worden, zien ze tevens hun mogelijkheden tot interne financiering toenemen. Ze kunnen dan ook langetermijnschulden vervangen door zelffinanciering, kortetermijnschulden en handelskredieten, teneinde hun schuldfhefboom te verkleinen en hun financiering flexibeler te maken.

Voor de grootste ondernemingen, die rijper zijn en qua kredietantecedenten of andere financieringsvormen een gevestigde reputatie genieten, wordt het deelnemen aan de kapitaalmarkten (aandelen en obligaties) een optie. Die ondernemingen kunnen ook een beroep blijven doen op de eveneens voor jongere ondernemingen toegankelijke financieringsbronnen (met uitzondering van business angels en venture capital – durfkapitaal – spelers die gespecialiseerd zijn in de vroege ontwikkelingsstadia van de ondernemingen) en kunnen hun financiering dus meer diversifiëren.

Volgens die typologie hebben de ondernemingen die zich in een zeer vroeg stadium van hun ontwikkeling (start-up) bevinden, doorgaans geen toegang tot bancaire financiering. Pas wanneer hun activiteit goed en wel van de grond is en ze enig niveau van materiële activa hebben bereikt, kunnen ze toegang krijgen tot externe leningen, in het bijzonder bankleningen. Tijdens de groeifase zullen ze achtereenvolgens een beroep kunnen doen op business angels, private equity, bankfinanciering en andere.

(1) Zoals in het vorige hoofdstuk (cf. grafiek 3), wordt hier de financieringswijze in aanmerking genomen waarmee ze tijdens hetzelfde boekjaar de meeste financiering heeft verkregen.

Tot slot zij aangestipt dat andere factoren die de financieringsstructuur van de ondernemingen beïnvloeden, factoren die in de twee hierboven kort uiteengezette theorieën niet rechtstreeks worden vermeld maar die in de economische literatuur vaak voorkomen, niet onbelangrijke variabelen zijn. In de eerste plaats beïnvloedt de bedrijfstak waarin de onderneming actief is, rechtstreeks de financiering waar ze toegang toe heeft. In de kapitaalintensieve branches zijn de vaste activa belangrijker; ze kunnen er als onderpand fungeren voor het verkrijgen van langetermijnfinanciering, zoals bankkrediet of leasing. Branches met een behoefte aan bedrijfskapitaal, daarentegen, zullen vaker een beroep doen op kortetermijnfinanciering en op financiering via handelsrelaties (Degryse *et al.*, 2012).

Ten tweede moet het bijzonder geval worden vermeld van de innoverende ondernemingen waaraan, voor de investeerders, een groter risico verbonden is en die ondoorzichtiger zijn qua informatieverstrekking; ze ondervinden dan ook zwaardere financieringsbeperkingen. Bovendien is de kredietverlening aan die ondernemingen risicovoller omdat er geen activa als onderpand kunnen worden gegeven. Het beroep op extern kapitaal is dan ook duurder en ze kiezen doorgaans vaker voor zelffinanciering. Indien ze behoefte hebben aan externe middelen, kunnen ze zich wenden tot gespecialiseerde spelers, zoals de venture capitalists of de investeerders in private equity, die beter kunnen omgaan met de aan asymmetrische informatie en moral hazard verbonden onzekerheden (Cosh *et al.*, 2009). De gesubsidieerde of door een staatsstructuur gewaarborgde leningen zijn voor die ondernemingen eveneens een optie.

## 2.2 Empirische analyse: keuze van de financieringswijzen door de autonome ondernemingen

De effecten van die diverse determinanten op de keuze van de financieringswijze door de Belgische ondernemingen werden gemeten aan de hand van een econometrische analyse van de bij de Balanscentrale beschikbare gegevens. De daartoe aangenomen methodologie, die berust op de raming van een 'multinomiale logit', wordt in de bijlage bij dit artikel nader toegelicht. In feite maakt de gevolgde aanpak het mogelijk te beoordelen in welke mate een voor een onderneming specifieke eigenschap haar ertoe kan aanzetten de voorkeur te geven aan een bepaalde financieringswijze<sup>(1)</sup>. Bij de analyse werden diverse eigenschappen in aanmerking genomen, voor zover ze aan de hand van de in de jaarrekeningen beschikbare informatie kwantificeerbaar zijn. Sommige van de in het model opgenomen variabelen, namelijk de leeftijd van de ondernemingen, hun omvang en hun groei, maken

het mogelijk hun ontwikkelingsfase te situeren. Andere variabelen, namelijk de rentabiliteit, de liquiditeit, de solvabiliteit of het bestaan van overheidsgaranties voor een gedeelte van de bestaande schulden, werden opgenomen teneinde rekening te houden met de effecten verbonden aan de financiële gezondheid alsook aan sommige specifieke behoeften inzake financiering. Dat is bijvoorbeeld het geval voor de liquiditeitsratio, die een financieringsbehoefte op korte termijn kan weergeven. In dezelfde geest worden de financieringsbehoeften op lange termijn in aanmerking genomen via binaire variabelen die aangeven of een onderneming op een bepaald ogenblik investeert in vaste activa of in kenniskapitaal (d.w.z. uitgaven voor R&D, de aankoop van octrooien, software, enz.). De aanwezigheid van activa die kunnen worden aangewend als onderpand bij het aangaan van een lening, wordt dan weer benaderd aan de hand van het aandeel van de kapitaalgoederenvoorraad (materiële vaste activa) in de totale activa.

Voor de gedetailleerde resultaten van de econometrische ramingen wordt eveneens naar de bijlage verwezen. Tabel 3 toont op vereenvoudigde wijze de resultaten voor de autonome ondernemingen. Ze zijn weergegeven in de vorm van ratio's inzake relatief risico, die meten wat

het effect is van de diverse verklarende variabelen op de voornaamste door een 'typeonderneming' gebruikte financieringswijze. Elk van die ratio's wordt geïnterpreteerd in vergelijking met die welke op dezelfde variabele betrekking hebben; hoe sterker een ratio inzake relatief risico uitkomt boven de andere ratio's, hoe waarschijnlijker het is dat de onderneming zal kiezen voor de financieringswijze waarmee die ratio overeenstemt indien de waarde van de variabele in kwestie stijgt.

De voor de constanten van het model verkregen resultaten, die overeenstemmen met de voorkeuren van een typeonderneming, wanneer alle andere potentiële determinanten ongewijzigd blijven, bevestigen de voorspellingen van de hierboven geschetste pecking order theory, namelijk een zeer duidelijke voorkeur voor interne financiering en enige terughoudendheid met betrekking tot het beroep op externe financiering, vooral die in de vorm van kapitaalbreng. Veeleer dan aan de laatstgenoemde, geven de ondernemingen over het algemeen de voorkeur aan bankkrediet en in mindere mate aan niet-bancair krediet.

De theorie van de financiële groeicyclus wordt ook grotendeels bevestigd door de empirische resultaten.

**TABEL 3** GERAAMDE EFFECTEN VAN DE DIVERSE FACTOREN OP DE DOOR DE AUTONOME ONDERNEMINGEN AANGEWENDE FINANCIERINGSWIJZEN

(ratio's inzake relatief risico<sup>(1)</sup> ten opzichte van het ontbreken van financiering, geraamd aan de hand van een multinomiaal logit-model gedurende de periode 2007-2014)

	Interne financiering	Handelskrediet	Bankkrediet op korte termijn	Bankkrediet op lange termijn	Niet-bancair krediet	Kapitaalbreng
Constante	4,269 <sup>(2)</sup>	2,018 <sup>(2)</sup>	0,521 <sup>(2)</sup>	0,262 <sup>(2)</sup>	0,129 <sup>(2)</sup>	0,088 <sup>(2)</sup>
Leeftijd	0,991 <sup>(2)</sup>	0,989 <sup>(2)</sup>	0,994 <sup>(2)</sup>	0,986 <sup>(2)</sup>	0,988 <sup>(2)</sup>	0,986 <sup>(2)</sup>
Grootte	1,247 <sup>(2)</sup>	1,368 <sup>(2)</sup>	1,429 <sup>(2)</sup>	1,403 <sup>(2)</sup>	1,382 <sup>(2)</sup>	1,425 <sup>(2)</sup>
Groei	1,311 <sup>(2)</sup>	1,330 <sup>(2)</sup>	1,189 <sup>(2)</sup>	1,422 <sup>(2)</sup>	1,317 <sup>(2)</sup>	1,320 <sup>(2)</sup>
Rentabiliteit	1,003 <sup>(2)</sup>	1,000	1,000	1,003 <sup>(2)</sup>	1,000	1,000
Liquiditeit	1,000	1,000	0,974 <sup>(2)</sup>	1,000	1,000	1,000
Solvabiliteit	1,000 <sup>(2)</sup>	1,000	1,000	1,000	1,000	1,001
Kapitaalgoederenvoorraad	1,277 <sup>(2)</sup>	1,190 <sup>(2)</sup>	1,685 <sup>(2)</sup>	4,027 <sup>(2)</sup>	3,835 <sup>(2)</sup>	1,331 <sup>(2)</sup>
Overheidsgaranties	1,194 <sup>(2)</sup>	1,151 <sup>(2)</sup>	1,478 <sup>(2)</sup>	1,356 <sup>(2)</sup>	1,161	1,173
Investerings in vaste activa	2,215 <sup>(2)</sup>	2,563 <sup>(2)</sup>	1,923 <sup>(2)</sup>	20,640 <sup>(2)</sup>	7,166 <sup>(2)</sup>	3,365 <sup>(2)</sup>
Investerings in kenniskapitaal	1,194 <sup>(2)</sup>	1,540 <sup>(2)</sup>	1,635 <sup>(2)</sup>	1,818 <sup>(2)</sup>	1,988 <sup>(2)</sup>	1,786 <sup>(2)</sup>

Bron: NBB.

(1) Een ratio inzake relatief risico meet het effect van de toename, met een eenheid, van een verklarende variabele op de kans dat een onderneming een specifieke financieringswijze hanteert, uitgedrukt ten opzichte van de kans dat ze zich niet financiert, en zulks ceteris paribus. Hoe meer een ratio inzake relatief risico uitkomt boven de andere in dezelfde lijn van de tabel opgenomen ratio's, hoe waarschijnlijker het wordt dat een 'typeonderneming' een beroep zal doen op de financieringswijze waarmee hij verbonden is, wanneer de betrokken verklarende variabele toeneemt, voor zover ze groter is dan 1 (indien de ratio kleiner is dan 1, wordt de relatie omgekeerd); de onderneming zal doorgaans afzien van de financieringswijze, indien de variabele in kwestie toeneemt). Een onderneming die bijvoorbeeld investeert in vaste activa, vermenigvuldigt haar kansen om zich te financieren met een bankkrediet op lange termijn met 20,64 ten opzichte van die om geen nieuwe verplichtingen aan te gaan en de kans om dezelfde financieringswijze aan te wenden ten opzichte van de kans om zichzelf te financieren met 9,32 (dat is 20,64 gedeeld door 2,215). In de bijlage bij dit artikel worden nadere details verstrekt over de gehanteerde econometrische methode, over de bepaling van de verklarende variabelen en over de manier waarop die ratio's worden berekend.

(2) Significant bij een niveau van 1%.

Er bestaat immers een significant verband tussen de grootte van de autonome ondernemingen en de waarschijnlijkheid dat ze een beroep doen op externe financieringsbronnen, in het bijzonder het bankkrediet en de kapitaalbreng. Wanneer relatief grote ondernemingen hun productiecapaciteit trachten uit te breiden door te investeren in vaste activa, kiezen ze echter duidelijk voor de eerste van die twee financieringswijzen. De toegang tot bankkrediet is evenwel afhankelijk van een voldoende solide financiële positie. Het verkrijgen van bankkrediet is immers des te waarschijnlijker indien de onderneming al rendabel is en ze reeds over een kapitaalgoederenvoorraad beschikt die eventueel bij het sluiten van een lening als waarborg kan worden aangeboden. Ook het bestaan van overheidsgaranties vergemakkelijkt het verkrijgen van een banklening.

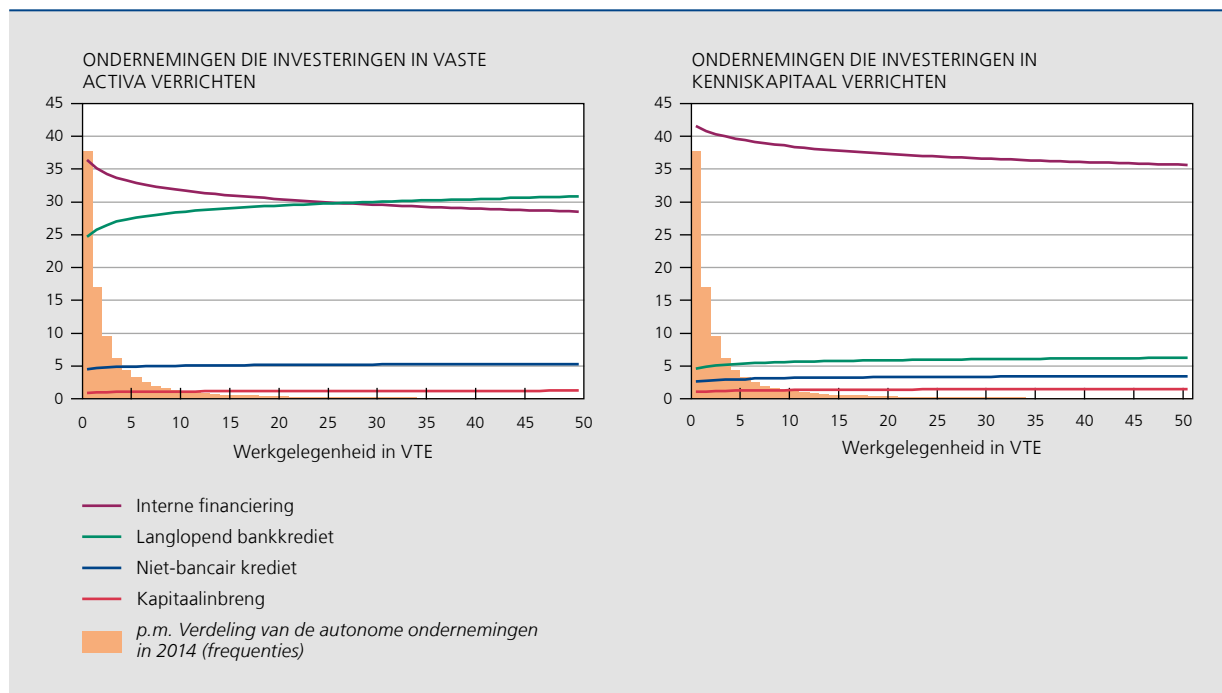
De relatie tussen de grootte van de onderneming en haar voorkeuren inzake de financieringswijze op lange termijn voor het specifieke geval van de ondernemingen die investeren in vaste activa wordt geïllustreerd in het linkergedeelte van grafiek 5. Kleinere ondernemingen, die doorgaans moeilijker toegang hebben tot bankkrediet, blijken vaker een beroep te doen op interne financiering wanneer ze soortgelijke investeringen verrichten. De kans

dat een onderneming een injectie van nieuw kapitaal krijgt, hetzij via onderhandse plaatsingen, hetzij door een beroep te doen op de financiële markten, neemt licht toe naarmate die onderneming groter wordt, wat strookt met de theorie van de financiële groeicyclus. De empirische resultaten duiden er evenwel op dat bankfinanciering bij uitstek de externe financieringswijze is waaraan de autonome ondernemingen, zelfs de grote, het vaakst de voorkeur geven. Bovendien hebben oudere ondernemingen, waarvan het productieapparaat al bestaat, en die gedurende heel hun bestaan herbelegde winsten hebben opgebouwd, minder externe financiering nodig dan de meer recentelijk opgerichte ondernemingen.

De ondernemingen doen veel minder vaak een beroep op bankkrediet als ze investeren in kenniskapitaal, bijvoorbeeld wanneer ze uitgaven doen voor R&D of wanneer ze bestaande octrooien aankopen (cf. rechtergedeelte van grafiek 5). Voor dat soort van investering overheerst interne financiering. De in tabel 3 gerapporteerde resultaten wijzen bovendien op een duidelijk verband tussen investeringen in kenniskapitaal en de kans dat een onderneming niet-bancair krediet aanwendt om zich te financieren, wat strookt met de intuïtie dat innoverende ondernemingen vaak, uit het oogpunt van

**GRAFIEK 5** WAARSCHIJNLIJKHEID INZAKE AANWENDING, DOOR AUTONOME ONDERNEMINGEN, VAN METHODEN VAN LANGETERMIJNFINANCIERING NAARGELANG VAN HUN GROOTTE

(door het econometrisch model gegenereerde waarschijnlijkheid voor een typeonderneming<sup>(1)</sup>, tenzij anders vermeld)



Bron: NBB (Balanscentrale en eigen berekeningen).

(1) De waarden van de andere verklarende variabelen dan de werkgelegenheid worden vastgelegd op de mediaan van het staal.

TABEL 4

## HERKOMST VAN DE NIET-BANCAIRE FINANCIERING VAN DE KMO'S

(in % van bevroegde ondernemingen die in de twaalf maanden vóór de enquête een beroep gedaan hebben op een financieringsinstrument)

	Starters <sup>(1)</sup>	Niet-starters	
		Micro-ondernemingen <sup>(2)</sup>	Kmo's <sup>(3)</sup>
Geen	34,0	63,9	49,0
Interne financiering	9,3	16,5	24,2
Maatschappelijk kapitaal			
Kapitaalbreng van bestaande vennoten	35,1	8,1	5,2
Business angels	4,1	0,0	0,4
Risicokapitaal	1,0	0,0	0,2
Crowdfunding	0,0	0,0	0,2
Schulden			
Leningen van vrienden of van familie	18,6	7,4	3,7
Voorschotten van vennoten	5,2	7,7	6,1
Intragroepfinanciering	1,0	0,4	10,4
Leasing	7,2	2,1	14,4
Achtergestelde leningen	8,2	1,1	1,7
Handelskredieten			
Leverancierskrediet	8,2	4,6	5,2
Factoring	0,0	0,0	3,3
Overige	4,1	0,7	1,8
<i>p.m. In % ondernemingen die een bankkrediet verkregen hebben</i>	<i>23,1</i>	<i>27,0</i>	<i>48,9</i>

Bronnen: FOD Economie, K.M.O., Middenstand en Energie (door het Observatorium voor de kmo's gehouden enquête over de financiering van de kmo's) en eigen berekeningen.

(1) Sinds minder dan vier jaar actieve bedrijven.

(2) Ondernemingen met minder dan 10 werknemers en een omzet van minder dan € 2 miljard.

(3) Ondernemingen met meer dan 10 werknemers of een omzet van € 2 miljard of meer.

een kapitaalverstrekker, een groter risicoprofiel vertonen, zulks vanwege de onzekerder aard van hun toekomstige rentabiliteit en ook omdat de immateriële investeringen – zoals de R&D-uitgaven – in het kader van een banklening niet als waarborg kunnen gelden.

De moeilijkheden die sommige ondernemers ondervinden om waarborgen te bieden, nopen hen er soms toe middelen bij vrienden of familieleden te lenen. Die leningen maken trouwens een zeer groot gedeelte uit van het aan jonge ondernemingen verleende niet-bancair krediet. Uit de gegevens afkomstig van een in 2014 door de FOD Economie gehouden enquête (zie tabel 4), blijkt dat 18,6% van de bevroegde starters een beroep deed op die financieringsbron, tegen slechts 3,7% van de kmo's die met hun activiteiten meer dan vier jaar eerder waren begonnen. Bovendien verklaarde 8,5% een achtergestelde lening te hebben aangeaan, dat is tweemaal meer dan het aantal dat een beroep deed op een business angel (4,1% van de bevroegde ondernemingen). Slechts 1,0% van de startende ondernemingen

verkreeg middelen in de vorm van risicokapitaal, terwijl crowdfunding nog minder frequent wordt aangewend. Al met al bevestigen de gegevens van die enquête dus ook dat de Belgische kmo's vaker niet-bancaire kredieten aanwenden dan kapitaalbreng.

In het licht van de hierboven toegelichte statistieken en econometrische resultaten, mag worden geconcludeerd dat de autonome ondernemingen relatief weinig gebruik blijken te maken van niet-bancaire financiering. Dat kan grotendeels toe te schrijven zijn aan vraagfactoren. Enerzijds komt het bankkrediet zeker tegemoet aan de noden van tal van ondernemingen: het voorziet in hun liquiditeitsbehoeften en verhoogt hun productiecapaciteit via investeringen in vaste activa. Anderzijds stelt bankfinanciering de ondernemers ook in staat de controle over hun onderneming te behouden. Dat aspect is zeker relevant in België, waar het economisch weefsel uit vele kleine ondernemingen bestaat, vaak familiebedrijven waarvan de overgrote meerderheid minder dan tien werknemers telt.

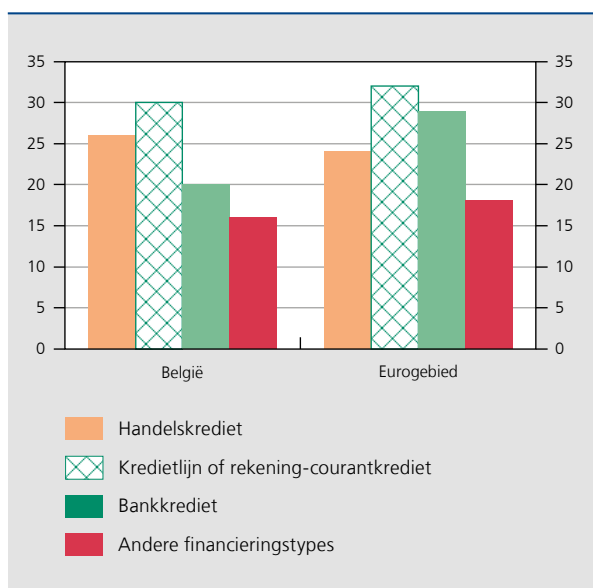
### 3. Het financieringsaanbod in België

Naast de vraaggebonden aspecten die in het vorige hoofdstuk werden besproken, zouden nog andere, met aanbodfactoren verband houdende elementen mede kunnen verklaren waarom de Belgische ondernemingen zo weinig gebruik maken van niet-bancaire financieringen. In het bijzonder twee elementen zouden het aanbod van dit financieringstype in de economie eventueel kunnen beperken. Enerzijds zou er een grotere risicoaversie kunnen zijn bij de institutionele sectoren die het meest in aanmerking komen om die financiering te verstrekken, zoals de huishoudens en de gespecialiseerde financiële instellingen. Anderzijds is de beschikbaarheid van kapitaal of kredieten die de ondernemingen kunnen verkrijgen via andere actoren dan de banken, afhankelijk van het spaarvolume dat die actoren kunnen kanaliseren. Indien het spaargeld van de huishoudens dus voornamelijk via het bankkanaal zijn weg vindt naar de kredietnemers, kan dat uiteraard het aanbod uit andere financieringsbronnen beïnvloeden. Die twee hypothesen worden verderop onderzocht.

Enquêtegegevens lijken de eerste hypothese te logenstraffen. Volgens de in grafiek 6 weergegeven resultaten van de SAFE-enquête, meldde slechts 16% van de ondernemingen die geïnteresseerd waren in een andere financiering

**GRAFIEK 6** AANDEEL VAN DE ONDERNEMINGEN<sup>(1)</sup> DIE MOEILIK TOEGANG KREGEN TOT VERSCHILLENDE FINANCIERINGSTYPES

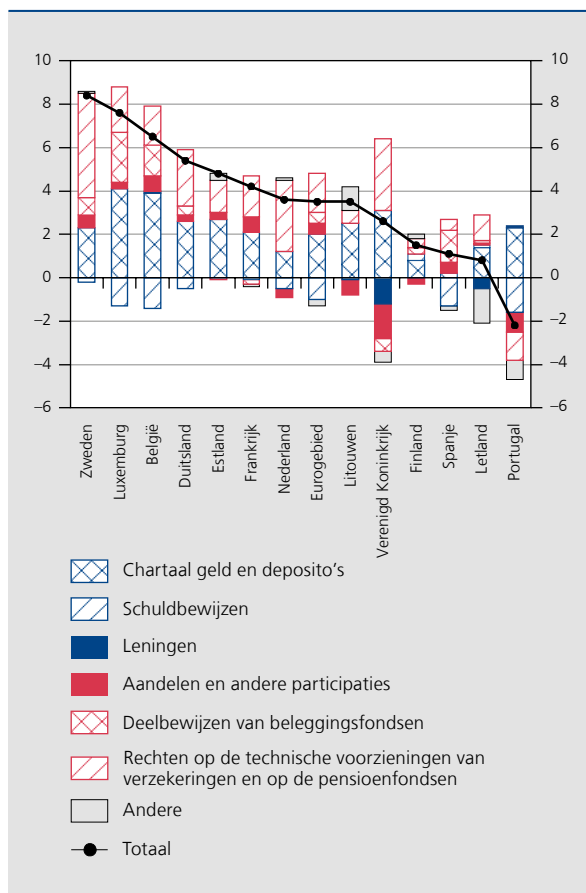
(in % van de respondenten, gemiddelden van de golven 2010-2015)



Bron: SAFE-enquête.

(1) Ondernemingen die geen financiering aanvroegen uit vrees voor een weigering, of die er een aanvroegen maar slechts een beperkt deel van het bedrag ontvingen, die van de financiering afzagen vanwege de te hoge kosten of waarvan het verzoek werd afgewezen.

**GRAFIEK 7** NETTOAANKOPEN VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR DE HUISHOUDENS  
(van 2011 tot 2015 gecumuleerde transacties, in % bbp)



Bron: EC.

dan een bank- of handelskrediet, dat die financiering hun geheel of gedeeltelijk werd geweigerd, of dat ze die niet hadden aangevraagd omdat ze een weigering vreesden. Dat percentage is vergelijkbaar met het gemiddelde van de andere landen van het eurogebied en wijst erop dat kmo's vlotter toegang krijgen tot alternatieve financieringen dan tot bankkredieten op korte en lange termijn. Een plausible verklaring voor die relatief vlotte toegang is dat een deel van de desbetreffende middelen afkomstig is van leningen die aan ondernemers worden verstrekt door sommige van hun verwanten (zie hierboven).

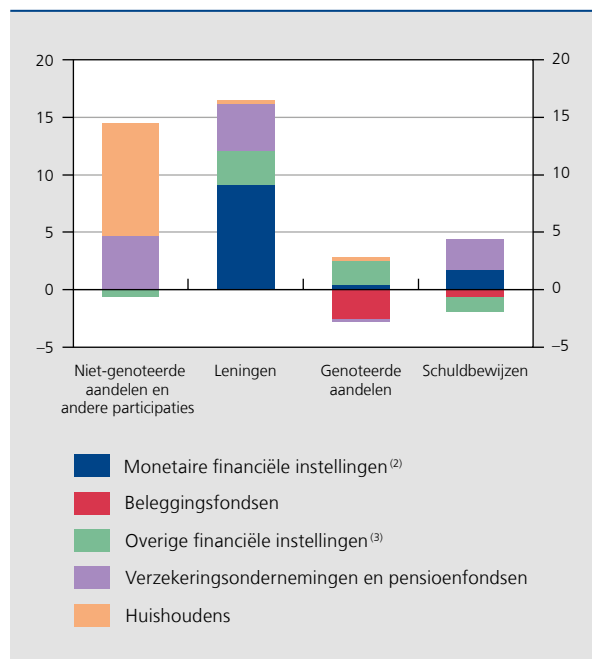
In verband met de tweede hypothese kan het overwicht van het gebruik van bankkredieten, onder meer ten opzichte van de marktinstrumenten, inderdaad voor een deel te maken hebben met het feit dat de kredietinstellingen een zeer groot gedeelte van de spaargelden van de huishoudens aantrekken. Zoals blijkt uit grafiek 7, genereren deze laatste al met al een groter spaarvolume, uitgedrukt in procenten bbp, dan de meeste andere landen van

de Europese Unie. Ze onderscheiden zich echter door het grote aandeel van hun besparingen dat op bankrekeningen wordt geplaatst, wat in contrast staat met de situatie in tal van andere Europese landen. In deze laatste wordt een groter deel van de besparingen van de huishoudens belegd in beleggings- of pensioenfondsen.

De omvang van de aldus in het bankwezen gebrachte middelen vertaalt zich uiteraard in het volume van de leningen die de kredietinstellingen aan de ingezeten ondernemingen verstrekken. Afgezien van de kruiselingse participaties en de leningen tussen ondernemingen, als ook van de andere verplichtingen aan niet-ingezetenen, is het bankkrediet de afgelopen vijf jaar de facto de voornaamste financieringsbron van de niet-financiële ondernemingen gebleken, na de kapitaalinjecties door de huishoudens (zie grafiek 8). De eigen kapitaalinjecties door de oprichters van de ondernemingen zijn uiteraard hun eerste financieringsbron op het ogenblik van hun

**GRAFIEK 8 NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN DIE DE BELGISCHE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN AANGINGEN BIJ DE ANDERE PRIVATE BINNENLANDSE SECTOREN <sup>(1)</sup>**

(nettotransacties tijdens de periode 2011-2015, in € miljard)



Bron: NBB (financiële rekeningen).

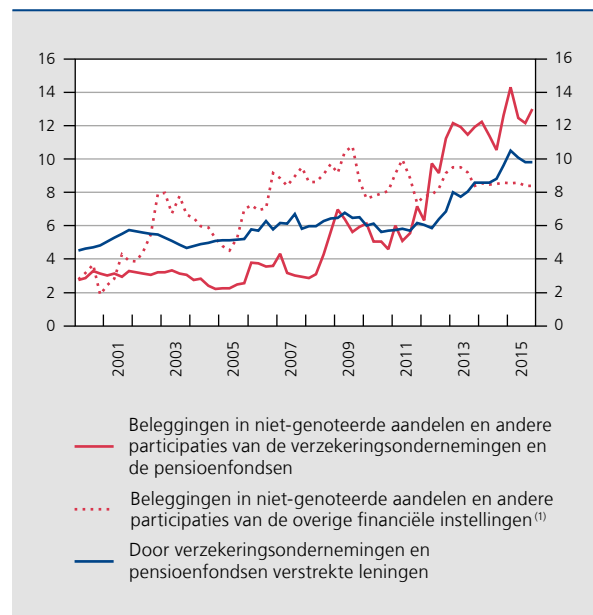
(1) De gegevens in deze grafiek bevatten niet de transacties tussen niet-financiële ondernemingen en de middelen afkomstig van financiële instellingen en kredietverstrekkers binnen concernverband, de overheid en de rest van de wereld.

(2) Met inbegrip van de effectiseringsinstellingen.

(3) De 'overige financiële instellingen' omvatten onder meer de beursvennootschappen, de gespecialiseerde financiële instellingen (vastgoedbevaks, privaks, private equity- en venture capital-vennootschappen), niet-bancaire financiële instellingen die leningen verstrekken en diverse beleggingsvennootschappen.

**GRAFIEK 9 VERPLICHTINGEN VAN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN AAN NIET-BANCAIRE FINANCIËLE INSTELLINGEN**

(uitstaand bedrag in € miljard)



Bron: NBB (financiële rekeningen).

(1) De 'overige financiële instellingen' omvatten onder meer de beursvennootschappen, de gespecialiseerde financiële instellingen (vastgoedbevaks, privaks, private equity- en venture capital-vennootschappen), niet-bancaire financiële instellingen die leningen verstrekken en diverse beleggingsvennootschappen.

oprichting. De bedragen van de leningen van huishoudens aan ondernemingen, ongeacht of ze afkomstig zijn van de vennoten zelf of van andere particulieren, bijvoorbeeld via de door het Vlaams Gewest ingevoerde winwinleningen, zijn dan weer veel kleiner.

Ook de financieringen die de Belgische ondernemingen verkrijgen via marktinstrumenten, namelijk beursgenoteerde aandelen en schuldbewijzen, zijn de afgelopen vijf jaar vrij beperkt gebleven, onder meer omdat Belgische beleggingsfondsen een deel van hun beleggingen in ingezeten bedrijven hebben teruggeschroefd.

Daartegenover moet de steeds grotere betrokkenheid van de verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen bij de financiering van de Belgische ondernemingen worden beklemtoond. Deze in 2011 ingezette ontwikkeling (zie grafiek 9) houdt wellicht verband met een reallocatie van een deel van hun activa als gevolg van de forse rentedaling, die trouwens een aanzienlijke invloed heeft gehad op de rendementen van hun traditionele beleggingen in staatsbons of bedrijfsobligaties. Tegen die achtergrond hebben de verzekeringsondernemingen hun beleggingen in aandelen of participaties in niet-financiële ondernemingen opgevoerd, net als de leningen die zij aan deze



laatste verstrekken. Zodoende droegen ze bij tot de totale groei van de niet-bancaire leningen aan Belgische ondernemingen. Hoewel de toenemende betrokkenheid van de verzekeringsondernemingen bij de financiering van de reële economie gering blijft in vergelijking met het uitstaand bancair krediet, steekt ze af tegen de stagnatie van de beleggingen in aandelen en andere participaties van de overige financiële instellingen, zoals private equity- en venture capital-vennootschappen en andere soorten van beleggingsvennootschappen, zoals privaks.

## 4. Conclusie

Algemeen beschouwd, financieren de niet-financiële ondernemingen zich meestal via middelen die ze zelf kunnen genereren dankzij hun exploitatieoverschot. Behalve door de hogere kosten die verbonden zijn aan externe financiering, onder meer wegens de asymmetrische informatie, wordt die voorkeur van de oprichters van ondernemingen wellicht ingegeven door de wens om de zeggenschap over hun bedrijf te behouden. Indien ze extra middelen nodig hebben, bijvoorbeeld bij een liquiditeitstekort of wanneer de ondernemingen aanzienlijke investeringen moeten doen, kunnen ze gebruik maken van verschillende externe financieringsbronnen.

Welke instrumenten daadwerkelijk worden aangewend, hangt niet alleen af van de eraan verbonden respectieve kosten, die worden bepaald door de marktvoorwaarden, maar ook van de aard van de behoeften en de eigenschappen van de ondernemingen. Vooral de aan een groep verbonden ondernemingen, zowel de moederbedrijven als de dochterondernemingen, beschikken over enkele faciliteiten. Sommige ervan hebben onder meer toegang tot de gemeenschappelijke liquiditeitsreserves van hun groep, die kunnen helpen voorzien in hun behoeften aan bedrijfskapitaal. Voorts kunnen kapitaalinjecties via

kruiselingse participaties hen eventueel in staat stellen hun activiteiten op lange termijn te financieren.

De meeste Belgische ondernemingen behoren echter niet tot een groep en beschikken dus niet over dergelijke financieringsfaciliteiten. Ze gaan derhalve meestal op zoek naar bankkrediet wanneer hun interne middelen niet langer toereikend zijn voor hun behoeften aan bedrijfskapitaal of voor investeringen in vaste activa. Bankkrediet lijkt aldus een essentieel element te zijn om de productiecapaciteit van de ondernemingen te ontwikkelen, en zodoende het groeipotentieel van de economie te vergroten. De rol ervan in de financiering van de immateriële vaste activa blijft evenwel gering.

Uit de in dit artikel toegelichte empirische resultaten blijkt trouwens dat innoverende ondernemingen enige belangstelling kunnen tonen voor niet-bancaire kredieten, zoals de achtergestelde leningen die door particulieren of gespecialiseerde financiële instellingen worden verstrekt. De financiering van die ondernemingen, die vaak jong zijn en niet tot een groep behoren, is echter niet zonder risico. Dat is wellicht de reden waarom heel wat ondernemers afhankelijk zijn van de middelen die bepaalde verwanten hun lenen.

Bankfinanciering wordt bovendien sterk ondersteund door de spaarstructuur bij de Belgische huishoudens. De afgelopen jaren zijn hun spaargelden overwegend geplaatst op zichtdeposito's en spaarrekeningen, met andere woorden op de passiefzijde van de balans van de monetaire financiële instellingen. Om die reden zijn het vooral deze laatste die de door het spaargeld van de Belgen gegenereerde financieringsmiddelen naar productieve investeringen kanaliseren. Dit kan de toewijzing van middelen aan relatief veilige, maar misschien minder innoverende projecten in de hand werken omdat de banken in hun kredietbeleid rekening houden met de risicofactor.

## Bijlage : econometrische analyse van de factoren die de financieringswijzen van de Belgische ondernemingen beïnvloeden

### Econometrisch model

De effecten van de kenmerken van de Belgische ondernemingen op het gebruik dat ze maken van de verschillende financieringswijzen, werden gemeten aan de hand van een 'multinomiaal logitmodel'. Dit is een discretekeuzemodel dat verscheidene vergelijkingen omvat; in elk hiervan stemt de afhankelijke variabele overeen met de kans dat een individu of, in casu, een onderneming opteert voor één van de geboden keuzemogelijkheden. Zoals in ieder econometrisch model kan die afhankelijke variabele worden beïnvloed door meerdere verklarende variabelen, die gelijk zijn voor iedere vergelijking.

In dit geval wordt impliciet verondersteld dat de baten die een onderneming  $i$  heeft door gebruik te maken van een financieringswijze  $j$  tijdens een jaar  $t$ , worden bepaald door een lineaire functie van haar eigen kenmerken, die vervat zijn in een vector  $X_{i,t} = [1, x_{i,t}^{(1)}, x_{i,t}^{(2)}, \dots, x_{i,t}^{(l)}, \dots, x_{i,t}^{(L)}]$  en van de ontwikkeling van de macrofinanciële omgeving waarin ze werkzaam is. Deze laatste wordt benaderd via een reeks binaire variabelen (genoteerd als  $D_t$ ) die onder meer de conjunctuureffecten en de veranderingen in de financieringskosten kunnen absorberen. Met inachtneming van die hypothesen kunnen de baten die verbonden zijn aan de keuze van de financieringswijze  $j$  worden gedefinieerd aan de hand van de vergelijking

$$\Pi_{i,j,t} = \beta_j X_{i,t} + \gamma_j D_t + \varepsilon_{i,j,t}$$

waarin  $j=1, 2, \dots, J$  een van de  $J$  beschouwde financieringswijzen is, terwijl  $j=0$  wanneer in de loop van een bepaald jaar geen gebruik wordt gemaakt van nieuwe financieringen. De baat die de onderneming kan halen uit het beroep op een specifieke financieringswijze, mag niet in de louter financiële betekenis van de term worden verstaan. Ze kan ook andere aspecten omvatten, zoals het handhaven van de controle over de onderneming door de vennoten (die in stand kan worden gehouden via een banklening of deels kan veranderen door een kapitaalbreng van derden), of de mogelijkheid die een financieringsinstrument kan bieden om te voldoen aan bepaalde specifieke behoeften.

Voorts wordt verondersteld dat een onderneming de financieringswijze  $j$  verkiest boven de financieringswijze  $k$  zodra de baat die ze heeft bij de eerste keuze groter is dan die bij de tweede, met andere woorden indien  $\Pi_{i,j,t} > \Pi_{i,k,t}$ . De kans dat de onderneming  $i$  de financieringswijze  $j$  kiest, is dus

$$Prob(Y_{i,t} = j) = Prob(\Pi_{i,j,t} > \Pi_{i,k,t})$$

In de veronderstelling dat de fouttermen ( $\varepsilon_{i,j,t}$ ) een Weibull-verdeling volgen, en na normalisatie van de coëfficiënten die verband houden met het ontbreken van financiering op 0 ( $\beta_0 = 0$ ), kan die kans worden geformuleerd als

$$Prob(Y_{i,t} = j) = \frac{e^{\beta_j X_{i,t} + \gamma_j D_t}}{1 + \sum_{k=1}^J e^{\beta_k X_{i,t} + \gamma_k D_t}}$$

Aldus gespecificeerd kan het model, dat in totaal  $J$  vergelijkingen omvat, worden geraamd met behulp van de methode van de maximale waarschijnlijkheid.

De coëfficiënten van dat model worden niet geïnterpreteerd als elasticiteiten, zoals onder meer het geval is voor een standaard lineair model dat wordt geraamd aan de hand van de methode van de kleinste kwadraten. Ze bieden trouwens geen economische interpretatie indien ze afzonderlijk worden beschouwd. Daarentegen kan via een vergelijking van de coëfficiënten die betrekking hebben op dezelfde variabele in verschillende vergelijkingen worden bepaald in welke zin de desbetreffende variabele de keuze van een onderneming voor de ene of de andere financieringswijze stuurt. Dit kan worden aangetoond door opnieuw het bovenstaande model te hanteren, dat impliceert dat

$$\frac{Prob(Y_{i,t} = j)}{Prob(Y_{i,t} = k)} = e^{(\beta_j - \beta_k) X_{i,t} + (\gamma_j - \gamma_k) D_t} = e^{\sum_{l=1}^L (\beta_j^{(l)} - \beta_k^{(l)}) x_{i,t}^{(l)} + (\gamma_j - \gamma_k) D_t}$$

wat omgezet in logaritmen het volgende geeft

$$\ln \left[ \frac{\text{Prob}(Y_{i,t} = j)}{\text{Prob}(Y_{i,t} = k)} \right] = (\beta_j' - \beta_k') X_{i,t} + (\gamma_j' - \gamma_k') D_t = \sum_{l=1}^L (\beta_j^{(l)} - \beta_k^{(l)}) x_{i,t}^{(l)} + (\gamma_j^{(l)} - \gamma_k^{(l)})$$

Uit die vergelijking blijkt dat de ratio van de kans dat keuze  $j$  de voorkeur krijgt boven keuze  $k$  een positieve functie is van het verschil tussen de coëfficiënten  $\beta_j^{(l)}$  en  $\beta_k^{(l)}$ . Bij een variabele  $x_{i,t}^{(l)}$  zal de onderneming derhalve veeleer kiezen voor de financieringswijze  $j$  dan voor de financieringsbron  $k$  indien  $\beta_j^{(l)} > \beta_k^{(l)}$ .

Een andere manier om de impact van de verschillende variabelen van het model op de financieringskeuze van de ondernemingen te beoordelen, bestaat erin ratio's voor het relatief risico te berekenen. Een ratio voor het relatief risico, die het effect meet van een stijging met één eenheid van een welbepaalde variabele op de relatieve kans dat  $j$  wordt gekozen in plaats van  $k$ , wordt gedefinieerd als volgt:

$$e^{(\beta_j^{(l)} - \beta_k^{(l)})} = \frac{e^{\beta_j^{(l)}}}{e^{\beta_k^{(l)}}}$$

Die ratio betekent dat, ceteris paribus, een onderneming gemiddeld  $e^{\beta_j^{(l)}} / e^{\beta_k^{(l)}}$  meer kans zou maken te kiezen voor  $j$  dan voor  $k$  indien de variabele  $x_{i,t}^{(l)}$  met één eenheid zou stijgen. Als de kansen worden uitgedrukt ten opzichte van de referentiekeuze, in casu ten opzichte van de kans dat de onderneming zich niet financiert, wordt de noemer op 1 gebracht (aangezien  $\beta_0^{(l)} = 0$ ) en is de ratio voor het relatief risico dus eenvoudigweg gelijk aan  $e^{\beta_j^{(l)}}$ .

## Definitie van de variabelen

Aangezien de afhankelijke variabele van het model slechts één enkele waarde kan aannemen per observatie, wordt ze bepaald op basis van de voornaamste financieringswijze die elke onderneming tijdens eenzelfde jaar aanwendt. Dit betekent dat indien een onderneming gedurende eenzelfde boekjaar gebruik maakt van meerdere financieringswijzen, die met het hoogste bedrag wordt gekozen om de waarde van de afhankelijke variabele van het model ( $Y_{i,t}$ ) te bepalen. De aan elke financieringswijze verbonden bedragen worden dan weer vastgesteld door de eerste verschillen te berekenen tussen de waarden van de overeenstemmende posten op de passiefzijde van de balansen van twee opeenvolgende boekjaren.

De afhankelijke variabele bevat in totaal zeven verschillende keuzemogelijkheden, namelijk interne financiering (wat erop neerkomt dat de bedrijfswinsten weer worden toegevoegd aan het eigen vermogen, hetzij aan de reserves hetzij aan de overgedragen winst), handelsschulden, bankkredieten op korte termijn<sup>(1)</sup>, bankkredieten op lange termijn<sup>(1)</sup>, niet-bancaire kredieten<sup>(2)</sup> (die onder meer bestaan uit obligatieleningen en achtergestelde leningen, voorschotten van vennoten en eventueel van andere personen ontvangen voorschotten), kapitaalbreng en, ten slotte, het ontbreken van financiering, wat in zekere zin een gedwongen keuze vormt ( $j=0$ ). Er wordt van uitgegaan dat een onderneming zich in de loop van een jaar niet financiert wanneer de passiefposten van de balans die overeenstemmen met de voornoemde financieringswijzen, niet toenemen ten opzichte van het voorgaande jaar.

Tabel A.1 bevat een lijst met de in het model opgenomen verklarende variabelen. De variabelen werden geselecteerd om de verschillende factoren die de keuze van de ondernemingen inzake financiering kunnen beïnvloeden, zo goed mogelijk af te zonderen uit de in paragraaf 2 van dit artikel opgesomde factoren. Tot die variabelen behoren derhalve de leeftijd van de onderneming, dat is het aantal sinds de aanvang van haar activiteiten verstreken jaren, haar omvang gemeten aan de hand van het aantal werknemers in voltijdse equivalenten, en haar groei, die wordt benaderd via de toename van het aantal werknemers. Haar rentabiliteit wordt gemeten op basis van de nettorentabiliteit van het eigen vermogen, terwijl de liquiditeitsratio in strikte zin en de verhouding tussen het eigen vermogen en het balanstotaal worden gehanteerd om haar financiële gezondheid in te schatten. De kapitaalintensiteit, die wordt gemeten aan de hand van de verhouding tussen de materiële vaste activa en de totale activa, weerspiegelt enerzijds een financieringsbehoefte op lange termijn en anderzijds de beschikbaarheid van activa die, zo nodig, als onderpand zouden kunnen fungeren wanneer over een lening

(1) Bankkrediet op lange termijn omvat ook de leasingschulden, die in de jaarrekeningen volgens het verkort model niet te onderscheiden zijn van de bij de kredietinstellingen aangegane schulden.

(2) De niet-bancaire kredieten op korte en op lange termijn werden in één enkele categorie ondergebracht. Te weinig autonome bedrijven maken gebruik van het niet-bancair krediet op korte termijn om in het multinomiaal logitmodel een afzonderlijke vergelijking voor dat financieringsinstrument te kunnen ramen.

wordt onderhandeld. Eventuele overheidsgaranties op de bestaande schulden kunnen eveneens het verkrijgen van een krediet vergemakkelijken en worden dus ook in aanmerking genomen via een binaire variabele. Nog twee andere variabelen zijn in de specificatie van het model begrepen: de eerste geeft de investeringen in vast kapitaal tijdens een jaar weer, die tot uiting komen in een stijging van de materiële vaste activa, en de tweede geeft aan of de onderneming in haar kenniskapitaal heeft geïnvesteerd. Dit laatste wordt gemeten aan de hand van de immateriële vaste activa, die onder meer bestaan uit de kapitalisatie van uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling, de door de onderneming verworven software en octrooien, en de goodwill. Afgezien van de binaire variabelen betreffende de investeringen in vaste activa en in kenniskapitaal en de leeftijd van de onderneming, lopen de verklarende variabelen één periode achter om eventuele endogeniteitsproblemen te vermijden.

**TABEL A.1** VERKLARENDE VARIABELEN DIE IN HET MULTINOMIAAL LOGITMODEL IN AANMERKING WORDEN GENOMEN

Verklarende variabele	Definitie	Met vertraging opgenomen
Leeftijd	Aantal sinds de aanvang van de activiteiten van de onderneming verstreken jaren	Nee
Omvang	Logaritme van het aantal werknemers in voltijdse equivalenten vermeerderd met één eenheid	Ja
Groei	Logaritmisch verschil van het aantal werknemers in voltijdse equivalenten t.o.v. het voorgaande jaar	Ja
Rentabiliteit	Nettorentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen (winst van het boekjaar gedeeld door het eigen vermogen)	Ja
Liquiditeit	Liquiditeit in strikte zin (som van de vorderingen op ten hoogste een jaar, thesauriebeleggingen en liquide middelen, gedeeld door de schulden op ten hoogste een jaar)	Ja
Solvabiliteit	Verhouding tussen het eigen vermogen en het balanstotaal	Ja
Kapitaalgoederenvoorraad	Verhouding tussen de materiële vaste activa en het balanstotaal	Ja
Overheidsgaranties	Binaire variabele die aangeeft of een deel van de schulden van de onderneming wordt gedekt door een garantie van de Belgische overheid	Ja
Investeringen in vaste activa	Binaire variabele die aangeeft of de onderneming heeft geïnvesteerd in materiële vaste activa	Nee
Investeringen in kenniskapitaal	Binaire variabele die aangeeft of de onderneming heeft geïnvesteerd in immateriële vaste activa	Nee

Bron: NBB.

## Staal en resultaten van de ramingen

De parameters van het model werden afzonderlijk geraamd voor de drie ondernemingscategorieën die in dit artikel worden bestudeerd, namelijk moederbedrijven, dochterondernemingen en autonome ondernemingen. Om de variabelen betreffende de omvang en de groei van de ondernemingen te kunnen opnemen, die beide worden benaderd op basis van het aantal werknemers in voltijdse equivalenten, werden regressies uitgevoerd op een constant staal van ondernemingen die ten minste één werknemer in dienst hadden tijdens de onderzochte periode, namelijk 2005-2014. Die beperking laat dus ondernemingen buiten beschouwing die tijdens de voornoemde periode geen noemenswaardige economische activiteit uitoefenden alsook bedrijven die slechts kortstondig hebben bestaan. Bovendien gaan ten opzichte van de oorspronkelijk door de gegevens bestreken periode twee jaren verloren door de berekening van de werkgelegenheidsgroei en de voor deze variabele geldende vertraging, wat de ramingsperiode beperkt tot 2007-2014.

Ten slotte worden de ondernemingen die niet onder de gebruikelijke definitie van de sector van de niet-financiële vennootschappen vallen, onder meer die uit de financiële dienstverlening, de overheid en het onderwijs niet in de bestudeerde populatie opgenomen, net zoals het geval is voor de in het artikel beschreven statistieken.

Al met al omvat het op basis van die criteria geselecteerd staal van moederbedrijven 5 503 ondernemingen, dat van de dochterondernemingen 19 345 en dat van de autonome ondernemingen 74 283. De voor de drie modellen geraamde parameters, die elk overeenstemmen met een van die ondernemingscategorieën, zijn weergegeven in tabel A.2. Die parameters worden uitgedrukt in de vorm van ratio's voor het relatief risico ten aanzien van de kans op niet-financiering.

**TABEL A.2 RESULTATEN VAN DE RAMINGEN VAN HET MULTINOMIAAL LOGITMODEL VOOR ELKE ONDERNEMINGSCATEGORIE**

(ramingen naar maximale waarschijnlijkheid voor de periode 2007-2014; ratio's voor het relatief risico ten aanzien van het ontbreken van financiering)

	Interne financiering	Handels-schuld	Bankkrediet op korte termijn	Bankkrediet op lange termijn	Niet-bancair krediet	Kapitaal-inbreng
Afhankelijke variabele: door de moederbedrijven gebruikte financieringswijzen						
Constante	7,461***	2,562***	0,729***	0,605***	0,373***	0,283***
Leeftijd	0,993***	0,991***	0,998	0,988***	0,997	0,986***
Omvang	1,044***	1,174***	1,194***	1,022	1,247***	1,179***
Groei	1,358***	1,293***	1,275***	1,424***	1,081	1,432***
Rentabiliteit	0,999	1,001	1,001	0,999	1,077***	0,996
Liquiditeit	1,000	1,000	0,994***	0,987***	0,990***	1,000
Solvabiliteit	1,000	1,000	1,000	1,002	0,993***	1,006
Kapitaalgoederenvoorraad	1,210**	1,121	2,354***	5,276***	2,034***	1,685***
Overheidsgaranties	0,969	0,946	1,036	1,292	0,956	1,331
Investerings in vaste activa	1,941***	2,206***	2,279***	11,23***	3,197***	3,026***
Investerings in kenniskapitaal	1,169*	1,551***	1,477***	1,763***	1,659***	1,809***
Binaire variabelen						
2008	0,752***	0,796**	0,866	0,798***	0,870	0,787*
2009	0,639***	0,690***	0,757***	0,683***	0,799**	0,660***
2010	0,663***	0,831**	0,798**	0,629***	0,785**	0,696**
2011	0,65***	0,879	0,763***	0,645***	0,728***	0,772*
2012	0,718***	0,806**	0,807**	0,712***	0,745**	0,726**
2013	0,571***	0,742***	0,729***	0,629***	0,742***	2,451***
2014	0,621***	0,720***	0,684***	0,612***	0,844	2,509***

Aantal waarnemingen: 43 976

 Pseudo-R<sup>2</sup>: 0,0434

	Interne financiering	Handels-schuld	Bankkrediet op korte termijn	Bankkrediet op lange termijn	Niet-bancair krediet	Kapitaal-inbreng
Afhankelijke variabele: door de dochterondernemingen gebruikte financieringswijzen						
Constante	5,162***	3,035***	0,615***	0,316***	0,180***	0,154***
Leeftijd	0,998***	0,995***	1,000	0,995***	0,996***	0,989***
Omvang	1,087***	1,114***	1,159***	1,057***	1,350***	1,310***
Groei	1,321***	1,432***	1,467***	1,471***	1,134**	1,424***
Rentabiliteit	1,037***	1,037***	0,999	1,018	1,001	0,998*
Liquiditeit	1,000	1,000	0,972***	1,000	1,000	1,000
Solvabiliteit	1,000	1,000	1,003	1,008	1,000	1,000
Kapitaalgoederenvoorraad	1,343***	1,161***	1,835***	6,391***	3,611***	1,753***
Overheidsgaranties	1,353***	1,568***	2,068***	2,057***	1,422**	2,156***
Investerings in vaste activa	1,827***	2,302***	2,032***	12,34***	3,125***	2,660***
Investerings in kenniskapitaal	1,112***	1,421***	1,706***	1,630***	1,835***	2,529***
Binaire variabelen						
2008	0,770***	0,716***	0,947	0,811***	0,855**	0,686***
2009	0,557***	0,505***	0,648***	0,605***	0,643***	0,581***
2010	0,669***	0,797***	0,800***	0,663***	0,690***	0,668***
2011	0,627***	0,753***	0,787***	0,659***	0,746***	0,622***
2012	0,550***	0,588***	0,708***	0,593***	0,671***	0,576***
2013	0,531***	0,601***	0,668***	0,603***	0,609***	0,813***
2014	0,570***	0,625***	0,684***	0,611***	0,655***	0,719***

Aantal waarnemingen: 154 465

 Pseudo-R<sup>2</sup>: 0,0367

Bron: NBB.

(1) Toelichting: de tekens '\*', '\*\*' en '\*\*\*' wijzen op een significantie van respectievelijk 10, 5 en 1%.

**TABEL A.2** RESULTATEN VAN DE RAMINGEN VAN HET MULTINOMIAAL LOGITMODEL VOOR ELKE ONDERNEMINGSCATEGORIE (vervolg)  
(ramingen naar maximale waarschijnlijkheid voor de periode 2007-2014; ratio's voor het relatief risico ten aanzien van het ontbreken van financiering)

	Interne financiering	Handels-schuld	Bankkrediet op korte termijn	Bankkrediet op lange termijn	Niet-bancair krediet	Kapitaal-inbreng
Afhankelijke variabele: door de autonome ondernemingen gebruikte financieringswijzen						
Constante .....	4,269***	2,018***	0,521***	0,262***	0,129***	0,088***
Leeftijd .....	0,991***	0,989***	0,994***	0,986***	0,988***	0,986***
Omvang .....	1,247***	1,368***	1,429***	1,403***	1,382***	1,425***
Groei .....	1,311***	1,330***	1,189***	1,422***	1,317***	1,320***
Rentabiliteit .....	1,003***	1,000	1,000	1,003***	1,000	1,000
Liquiditeit .....	1,000	1,000	0,974***	1,000*	1,000	1,000
Solvabiliteit .....	1,000***	1,000	1,000	1,000*	1,000	1,001
Kapitaalgoederenvoorraad .....	1,277***	1,190***	1,685***	4,027***	3,835***	1,331***
Overheidsgaranties .....	1,194***	1,151***	1,478***	1,356***	1,161**	1,173*
Investeringen in vaste activa .....	2,215***	2,563***	1,923***	20,64***	7,166***	3,365***
Investeringen in kenniskapitaal .....	1,194***	1,540***	1,635***	1,818***	1,988***	1,786***
Binaire variabelen .....						
2008 .....	0,834***	0,885***	1,014	0,893***	0,910***	0,792***
2009 .....	0,708***	0,750***	0,879***	0,720***	0,738***	0,711***
2010 .....	0,757***	0,907***	0,893***	0,761***	0,799***	0,689***
2011 .....	0,715***	0,933***	0,837***	0,740***	0,738***	0,709***
2012 .....	0,725***	0,758***	0,839***	0,666***	0,681***	0,575***
2013 .....	0,589***	0,743***	0,760***	0,595***	0,626***	5,286***
2014 .....	0,709***	0,756***	0,744***	0,640***	0,678***	4,650***

Aantal waarnemingen: 592 723

Pseudo-R<sup>2</sup>: 0,0584

Bron: NBB.

(1) Toelichting: de tekens '\*\*', '\*\*\*' en '\*\*\*\*' wijzen op een significantie van respectievelijk 10, 5 en 1 %.



## Bibliografie

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 & finance*, 22, 613-673.

Burggraeve K., Ph. Jeanfils, K. Van Cauter en L. Van Meensel (2008), 'Macro-economische en budgettaire impact van de belastingaftrek voor risicokapitaal', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-49.

Chavis L.W., L.F. Klapper en I. Love (2011), 'The impact of the business environment on young firm financing', *The World Bank economic review*, 25 (3), 486-507.

Cosh A., D. Comins en A. Hughes (2009), 'Outside entrepreneurial capital', *The economic journal*, 119, 1494-1533.

Degryse H., P. de Goeij en P. Kappert (2012), 'The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure', *Small business economics*, 38 (4), 431-447.

Domenichelli O. (2008), 'The pecking order theory in the context of small and medium-sized enterprises: a note', *Rivista piccolo impresa/Small business*, 2, 61-71.

Ferrando A. en N. Grieshaber (2011), *Financing obstacles among euro area firms: who suffers the most?*, ECB, Working Paper 1293.

Jensen M.C. en W.H. Meckling (1976), 'Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of financial management*, 3 (4), 323-329.

Lòpez-Gracia J. en C. Aybar-Arias (2000), 'An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies', *Small business economics*, 14 (1), 55-63.

Mac An Bhaire C. en B. Lucey (2010), 'Determinants of capital structure in Irish SMEs', *Small business economics*, 35 (3), 357-375.

Myers S.C. (1984), 'The capital structure puzzle', *Journal of finance*, 39 (3), 575-592.

Myers S.C. en N.S. Majluf (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of financial economics*, 13, 187-221.

Ross S.A. (1977), 'The determination of financial structure: the incentive-signalling approach', *The Bell journal of economics*, 8, 23-40.

Sánchez-Vidal J. en J.F. Martín-Ugedo (2005), 'Financing preference of Spanish firms: evidence on the pecking order theory', *Review of quantitative finance and accounting*, 25, 341-355.

Watson R. en N. Wilson (2002), 'Small and medium size enterprise financing: a note on some of the empirical implications of a pecking order', *Journal of business finance & accounting*, 29 (3/4), 557-578.