

Worden bankkredieten aan goed presterende bedrijven verleend ?

C. Duprez
Ch. Piette (*)

Inleiding

Het kanaliseren van spaargelden naar productieve investeringsprojecten is een van de essentiële functies van het bankwezen. De afgelopen jaren is echter enige bezorgdheid ontstaan over een inefficiënte toewijzing van de verstrekte leningen. Dat is een van de factoren die vandaag worden aangehaald om de vertraging van de productiviteit te verklaren (Duval *et al.*, 2017, Besley *et al.*, 2017). Studies hebben trouwens aangetoond dat de banken sinds het begin van de jaren 2000 een toenemend aantal 'zombie-bedrijven' zouden blijven (her)financieren teneinde op hun balans geen verliezen te moeten boeken. De grotere overlevingskans van die bedrijven met een lage productiviteit, die op de rand van een stopzetting of een faillissement staan, doet evenwel de verzadiging van de markt toenemen en remt de groei van productievere ondernemingen af (McGowan *et al.*, 2017). In dat opzicht hebben het accommoderend monetair beleid en de lagerenteomgeving de financiering van minder renderende projecten vergemakkelijkt. Daarnaast werden andere factoren aangevoerd, zoals de grote economische onzekerheid waardoor de ondernemingen mogelijk minder bereid waren groeien werkgelegenheidsbevorderende investeringen te doen (Adler *et al.*, 2017).

Hoewel het uiteraard wenselijk is bankkredieten in de eerste plaats toe te kennen aan projecten met een hoog potentieel, is dat voor de banken niet het enige kredietverleningscriterium. Het voorzichtigheidsprincipe kan de banken ertoe aanzetten de financiering van innoverende

en groeibevorderende, maar niettemin zeer onzekere projecten af te wijzen. Deze stellen hen immers bloot aan wanbetalingsrisico's. De prudentiële regelgeving is er juist op gericht die risico's te beperken. Ze legt de banken met name kapitaalvereisten op die in verhouding staan tot de risico's van de componenten op de actiefzijde van hun balans, met inbegrip van de kredieten aan ondernemingen. De notie van risico kan de financiering van bepaalde projecten met een hoog potentieel dus in de weg staan.

Naast de beoordeling, door de banken, van de kwaliteit en het risiconiveau van de te financieren projecten, beïnvloeden ook vraaggebonden aspecten de kredietallocatie in een economie. Zo kan een goed presterend bedrijf zeker opteren voor alternatieve financieringsbronnen door bijvoorbeeld interne liquiditeitsreserves aan te wenden of een obligatielening uit te geven, zonder bij een bank een krediet aan te vragen. De waargenomen toewijzing van kredieten is dus altijd het resultaat van een evenwicht dat tegelijkertijd wordt bepaald door vraag- en aanbodfactoren, die niet altijd gemakkelijk te onderscheiden zijn.

Dit artikel heeft tot doel het verband te belichten tussen de kredietverstrekking aan bedrijven en de kenmerken van deze laatste, in het bijzonder hun economische prestaties. Daartoe wordt gebruik gemaakt van gegevens over de Belgische ondernemingen voor de periode 2005-2015. Voorts wordt een multivariate analyse toegepast waarin een maximaal aantal waarneembare variabelen in aanmerking wordt genomen teneinde de rol van iedere afzonderlijke variabele zo goed mogelijk te bepalen.

Het artikel is als volgt opgebouwd. Na een profiel van de goed presterende bedrijven in hoofdstuk 1 volgt in

(*) De auteurs danken S. Ben Hadj, O. De Jonghe, E. Dhyne en P. Illbas voor hun nuttige opmerkingen.

paragraaf 2.1 een overzicht van de aan hen toegewezen kredieten, waarna in paragraaf 2.2 de voornaamste factoren worden behandeld die de krediettoewijzing beïnvloeden: de toegang tot alternatieve financieringsbronnen, de productiviteit, de rentabiliteit en de solvabiliteit, de leeftijd van het bedrijf en de investeringen die het verricht. In hoofdstuk 3 wordt het verband tussen bankkredieten en de duurzaamheid van de bedrijven besproken. De voornaamste bevindingen van de analyse worden opgesomd in de conclusie.

1. Profiel van de goed presterende bedrijven in België

De prestaties van de in België gevestigde bedrijven⁽¹⁾, die onze voornaamste variabele zijn, worden geraamd door middel van de totale factorproductiviteit (TFP). De TFP is een indicator aan de hand waarvan het niveau van de door een bedrijf gegenereerde toegevoegde waarde kan worden vergeleken met het gemiddelde van de bedrijfstak waartoe het behoort, rekening houdend met de werkgelegenheid die het scheidt en met zijn kapitaalvoorraad. Een hoge TFP geeft aan dat een bedrijf veel toegevoegde waarde creëert met de productiefactoren

waarover het beschikt. Een lage TFP wijst daarentegen op een relatief geringe creatie van toegevoegde waarde. Hoewel de TFP geen variabele is die rechtstreeks beschikbaar is in de jaarrekeningen, weerspiegelt ze over het algemeen gunstige kenmerken van een bedrijf, zoals de kwaliteit van het management, het vermogen om efficiënt te produceren, of eventuele concurrentievoordelen op de markten waarop het actief is⁽²⁾.

De TFP kan niet voor alle bedrijven worden geraamd omdat daartoe observaties nodig zijn voor diverse variabelen, zoals de toegevoegde waarde, de werkgelegenheid, de kapitaalvoorraad, het intermediair verbruik en de bedrijfstak. Die beperking heeft tot gevolg dat kleine bedrijven die geen werknemers in dienst hebben en zelfstandigen die geen vennootschap hebben opgericht, niet in deze steekproef zijn opgenomen. Er zij opgemerkt dat hieronder, ten behoeve van de leesbaarheid, enkel de term 'productiviteit' zal worden gebruikt in plaats van de afkorting TFP.

Hoewel productieve bedrijven zich per definitie onderscheiden door een efficiënter gebruik van de middelen waarover ze beschikken, vertonen ze ook andere gunstige kenmerken die hun belang voor de economische ontwikkeling beklemtonen (zie tabel 1).

Een van de in het oog springende kenmerken van de meest productieve bedrijven, dat zijn die uit het vijfde kwintiel van de productiviteitsverdeling, is dat ze over meer immateriële activa beschikken. Deze omvatten

(1) Onze steekproef omvat enkel niet-financiële ondernemingen.

(2) De hier gehanteerde TFP-maatstaf werd geraamd op basis van de Woolridge-methode (2009) en is uitgedrukt in euro, niet in fysieke eenheden. Hij kan dus ook weergeven dat het bedrijf zijn productie tegen een relatief hoge prijs verkoopt. Of een onderneming in staat is waarde te creëren, hangt dus af van haar technologische capaciteit of van een marktmacht. Voor deze analyse van het verband tussen de productiviteit en de kredietverlening is dat echter geenszins een handicap.

TABEL 1 KENMERKEN VAN DE BEDRIJVEN NAAR PRODUCTIVITEITSNIVEAU

(gegevens voor 2012; in %, tenzij anders vermeld)

	Productiviteitskwintielen				
	I	II	III	IV	V
Aandeel van de bedrijven met immaterieel kapitaal ⁽¹⁾	18,0	21,1	25,0	29,5	35,4
Aandeel van de tot een groep behorende bedrijven ⁽²⁾	10,3	13,3	20,6	32,0	50,1
Rentabiliteit ⁽³⁾	-0,5	4,3	6,0	7,7	10,2
Solvabiliteit ⁽⁴⁾	20,5	26,1	29,1	32,1	35,7
Bedrijfsbeëindiging ⁽⁵⁾	3,7	1,9	1,6	1,2	1,2
Werkgelegenheidsgroei (verandering tussen 2013 en 2015)	-16,1	-6,8	-2,1	0,2	2,1
Gemiddelde werkgelegenheid (voltijdequivalenten)	2,4	3,6	6,1	12,5	42,4

Bron: NBB.

(1) Stemmen overeen met de immateriële vaste activa, die onder meer kosten van onderzoek en ontwikkeling (R&D), concessies, octrooien, licenties, merken, goodwill en software omvatten.

(2) Bedrijven die, voor ten minste 10% van het maatschappelijk kapitaal, aandeelhouder zijn van andere Belgische of buitenlandse vennootschappen, of in handen zijn van andere Belgische of buitenlandse vennootschappen.

(3) Mediaan van de nettorentabiliteitsratio van de totale activa vóór belastingen en schuldenlasten.

(4) Mediaan van het aandeel van het eigen vermogen in het balanstotaal.

(5) In 2012 actieve bedrijven die tijdens de drie daaropvolgende jaren hun activiteiten stopzetten of failliet gingen.

onder meer kosten van R&D, octrooien, licenties en door de ondernemingen aangehouden software. Er bestaat een oorzakelijk verband tussen die immateriële activa en de economische resultaten van de bedrijven. Wanneer de R&D-uitgaven van een onderneming leiden tot de vervaardiging van innoverende producten, kan ze haar productie uitbreiden door nieuwe marktniches aan te boren. Immateriële activa kunnen ook gestalte krijgen in efficiëntere productieprocessen.

Voorts kan een verband worden gelegd tussen het hoge productiviteitsniveau van sommige bedrijven en het feit dat ze deel uitmaken van een groep, ongeacht of dat een Belgische of een buitenlandse groep is. Wanneer een bedrijf tot een groep behoort, kan het immers zowel voordeel halen uit gemeenschappelijke immateriële activa als uit productiviteitswinsten ten gevolge van schaalvoordelen.

De rentabiliteit van de ondernemingen hangt ook nauw samen met hun productiviteitsniveau. De meest productieve ondernemingen vertonen een rentabiliteitsratio met een mediaanwaarde van meer dan 10%, terwijl de ondernemingen uit het eerste productiviteitskwintiel, dat zijn de minst productieve, vaker verliezen lijden. Daarbij zij evenwel opgemerkt dat het verband tussen productiviteit en rentabiliteit niet altijd eenduidig is, en daar zijn verschillende redenen voor. Voor een gegeven prestatieniveau heeft een onderneming waarvan de opbrengsten uit productie in hogere mate aan de werknemers en in mindere mate aan de aandeelhouders worden uitgekeerd, bijvoorbeeld te kampen met een lagere rentabiliteit. De betere financiële gezondheid van de meest productieve bedrijven komt niet alleen tot uiting in de rentabiliteit, maar ook in een hogere solvabiliteitsratio omdat ze winst overdragen en reserves opbouwen.

Ten slotte kunnen productievere bedrijven uiteraard voortbestaan en groeien omdat ze in staat zijn winst te maken. Dat blijkt onder meer uit lagere faillissements- of stopzettingratio's, en uit een aanzienlijk hogere werkgelegenheids-groei dan bij minder goed presterende bedrijven⁽¹⁾. Die verschillen in bedrijfsbeëindigingsratio's en in het werkgelegenheidsverloop weerspiegelen in zekere zin een proces van creatieve destructie en een efficiënte reallocatie van de productiefactoren, waarbij de minst productieve en de minst rendabele bedrijven verdwijnen, terwijl de best presterende zich verder ontwikkelen. Derhalve is het aandeel van de goed presterende bedrijven in de

totale economie, ongeacht of het wordt gemeten aan de hand van de werkgelegenheid, de kapitaalvoorraad of de toegevoegde waarde, relatief groot.

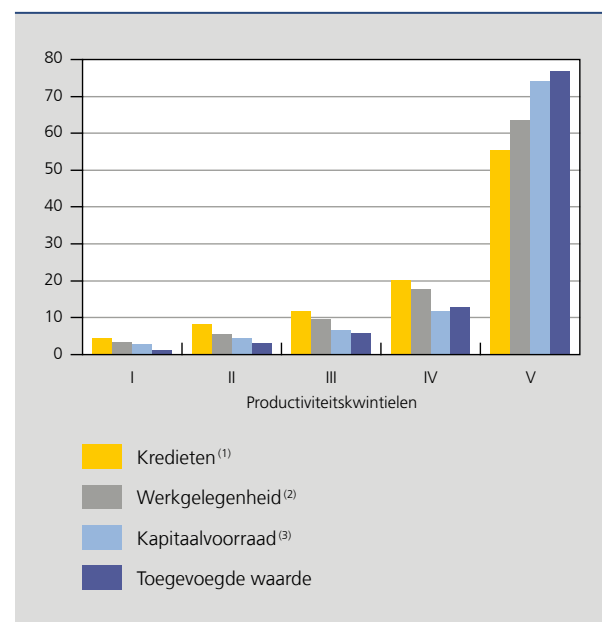
2. Toewijzing van bankkredieten aan de ondernemingen

2.1 Overzicht

Algemeen beschouwd, nemen de meest productieve bedrijven het grootste deel van de door ingezeten banken toegekende kredieten op. Zoals blijkt uit grafiek 1, beschikken de ondernemingen uit het vijfde productiviteitskwintiel over 55% van de uitstaande kredieten, tegen respectievelijk slechts 20%, 12%, 8% en 4% voor de lagere kwintielen.

Die vaststelling mag echter worden genuanceerd. De meest productieve bedrijven nemen immers 59% van de werkgelegenheid voor hun rekening, houden 62% van de kapitaalvoorraad aan en genereren 69% van de toegevoegde waarde. Productieve bedrijven nemen weliswaar meer kredieten op, maar niet in verhouding tot hun gewicht in de economie.

GRAFIEK 1 VERDELING VAN DE BANKKREDIETEN NAAR PRODUCTIVITEITSKWINTIEL
(gegevens voor 2015, in % van het totaal)



Bron: NBB.

- (1) Uitstaand bedrag van de toegestane kredieten op lange termijn.
- (2) Uitgedrukt in voltijdequivalenten.
- (3) Niet-financiële vaste activa.

(1) Daarbij zij opgemerkt dat de periode 2013-2015, waarvoor de werkgelegenheids-groei in tabel 1 werd berekend, vrij ongunstig was inzake arbeidsmarktontwikkelingen. Vooral in 2013 ging een groot aantal banen verloren. Zoals blijkt uit de gegevens in tabel 1, werden vooral de zwakst presterende bedrijven door dat banenverlies getroffen.

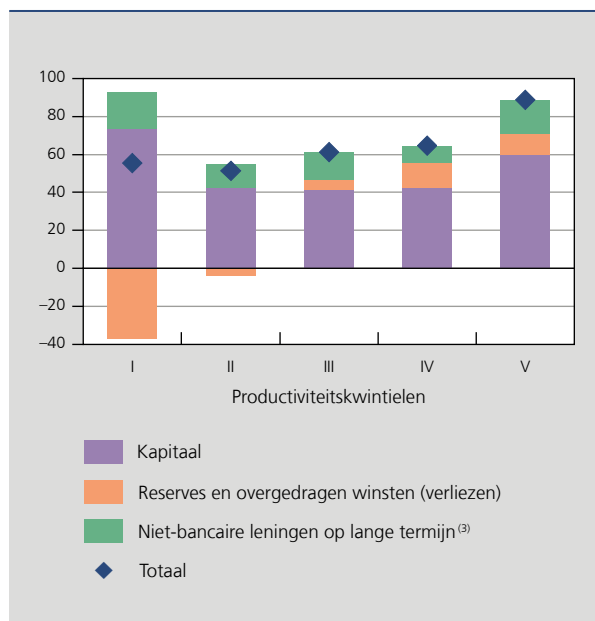
2.2 Factoren die de toewijzing van kredieten beïnvloeden

Alternatieve financieringsbronnen

Het feit dat het bankkrediet aan productieve bedrijven niet in verhouding staat tot hun gewicht in de economie, komt deels doordat ze frequenter over alternatieve financieringsmiddelen beschikken, bijvoorbeeld obligatieleningen. Bovendien behoren de meest productieve ondernemingen vaker tot een groep (zie hierboven). Ze kunnen dan putten uit bevoorrechte financieringsbronnen in de vorm van deelnemingen in het kapitaal of van leningen tussen ondernemingen. Het hoeft dus niet te verwonderen dat ze doorgaans beter gekapitaliseerd zijn tijdens de eerste jaren van hun bestaan en dat ze vaker niet-bancaire leningen verkrijgen (zie grafiek 2). De minst productieve ondernemingen financieren zich weliswaar nog meer met eigen kapitaal. Dat doen ze echter veeleer uit noodzaak. Hun zwakke rentabiliteit en de omvang van de daaruit voortvloeiende overgedragen verliezen beperken immers hun toegang tot bankfinanciering.

GRAFIEK 2 GEBRUIK VAN ALTERNatieve FINANCIERINGSMIDDELEN DOOR JONGE ONDERNEMINGEN⁽¹⁾

(in % van de financieringsbehoeften op lange termijn⁽²⁾, gegevens voor 2015)



Bron: NBB.

- (1) Ondernemingen die reeds ten minste vijf jaar actief zijn.
- (2) De financieringsbehoeften op lange termijn worden benaderd aan de hand van de som van de vaste activa en de behoeften aan bedrijfskapitaal.
- (3) Omvatten zowel obligatieleningen als andere niet-bancaire leningen, zoals intragroepsfinanciering en door particulieren verstrekte leningen.

Bovendien is de kans groot dat de sterkere kapitalisatie van de zeer productieve jonge ondernemingen ook voor een deel de afspiegeling is van een frequenter beroep op financiering via risicokapitaal, onder meer door business angels, gespecialiseerde financieringsbedrijven of crowdfunding-platformen. Op basis van de beschikbare gegevens kan echter niet systematisch worden nagegaan welke ondernemingen die financieringsbronnen hebben aangewend.

De productiviteit

Zoals hierboven vermeld, zijn de meest productieve bedrijven doorgaans rendabeler en groter dan de andere, en hebben ze ook vlotter toegang tot andere financieringsbronnen. Die combinatie van kenmerken die specifiek gelden voor goed presterende ondernemingen, maakt het moeilijk de precieze rol van de productiviteit in de toewijzing van bankkredieten te beoordelen. Een beschrijvende benadering, zoals die in paragraaf 2.1, kan ertoe leiden dat aan die factor ten onrechte een effect wordt toegeschreven dat in werkelijkheid voortvloeit uit de andere kenmerken van die bedrijven, zoals hun omvang of hun rentabiliteit.

Om die inherente beperking van de beschrijvende analyse op te vangen, wordt hieronder een multivariate benadering gehanteerd, die wordt beschreven in het kader. Deze methode biedt het voordeel dat ze nauwkeurig het verband aan het licht brengt tussen de nieuwe kredieten⁽¹⁾ en iedere factor afzonderlijk. Bovendien wordt meer aandacht besteed aan de determinanten van het verkrijgen van een krediet dan aan de omvang van de desbetreffende bedragen. Die omvang wordt immers vooral beïnvloed door de grootte van de financieringsbehoeften. In het kader van deze analyse is het echter niet de bedoeling na te gaan of de bedrijven de passende bedragen aan kredieten ontvangen, maar wel om een 'robotportret' te maken van de ondernemingen die een bankkrediet verkrijgen en van die welke er geen ontvangen.

(1) De nieuwe kredieten omvatten de nieuwe kredietgever-kredietnemersrelaties tussen een bank en een onderneming, en de verlengingen van bestaande leningen.

Kader – Methodologie

Om de kenmerken te bepalen van de bedrijven die kredieten verkrijgen, werden de gegevens van de balanscentrale gekoppeld aan die van de centrale voor kredieten aan ondernemingen. De eerstgenoemde gegevens verschaffen informatie over de kenmerken van elk bedrijf, zoals de werkgelegenheid, de kapitaalvoorraad, de toegevoegde waarde, de bedrijfstak, enz. Ze maken het ook mogelijk de TFP te ramen. De gegevens van de centrale voor kredieten aan ondernemingen bevatten de bedragen van de verstrekte kredieten, per bank en per kredietnemend bedrijf. Als 'kredieten' worden hier alle vormen van leningen beschouwd die de banken gewoonlijk aan de ondernemingen toekennen om in financieringsbehoeften op lange termijn te voorzien, dus voornamelijk leningen met een vaste looptijd en leningen op afbetaling⁽¹⁾. Het hier gehanteerde staal van gegevens betreft de periode 2005-2015.

De toegepaste econometrische benadering is gebaseerd op een regressie van het probit-type; deze meet de impact van iedere factor op een binaire variabele die voor een nieuw bankkrediet gelijk is aan 1 en anders aan 0. Als verklarende factoren gelden de productiviteit, de rentabiliteit, de solvabiliteit⁽²⁾, de liquiditeitsbehoeften⁽³⁾, de ondernemingsgrootte, de leeftijd, de bedrijfstak, de rechtsvorm, de vraag of de onderneming al dan niet investeert en of ze al dan niet deel uitmaakt van een groep⁽⁴⁾, en de conjuncturele invloeden of de met het macrofinanciële kader samenhangende effecten, die worden weergegeven door jaarspecifieke binaire variabelen. Om endogeniteitsrisico's te voorkomen, worden in het probitmodel de eventueel in de loop van een gegeven boekjaar verkregen nieuwe kredieten gekoppeld aan de kenmerken die de bedrijven vertoonden bij het afsluiten van de jaarrekening van het voorgaande jaar.⁽⁵⁾ De resultaten van die regressie zijn opgenomen in de bijgaande tabel A.1.

Voor elke variabele, bijvoorbeeld de productiviteit, kan aan de hand van het probitmodel een voorspelde kans worden geraamd. Deze biedt een gemiddeld antwoord, berekend over het hele staal, voor verschillende gegeven waarden van de desbetreffende variabele, terwijl de andere variabelen onveranderd worden gehouden. Het grote voordeel van de voorspelde kans is dat deze niet wordt beïnvloed door eventuele correlaties tussen de verschillende verklarende variabelen. Aangezien het staal bijna 100 000 observaties omvat, worden voor elke beschouwde factor afzonderlijk robuuste ramingen verkregen.

Naast de toegepaste binaire benadering werd ook op de bedragen van de toegestane kredieten een toetsing uitgevoerd. Alle resultaten zijn eveneens in tabel A.1 opgenomen. Daaruit blijkt dat de variabelen die bepalen of een bedrijf al dan niet over een krediet beschikt, ook de toegestane bedragen beïnvloeden. Al met al zijn de resultaten voor de bedragen sterk vergelijkbaar met die van de binaire benadering. Daarom worden in dit artikel enkel de resultaten van deze laatste toegelicht.

(1) In deze definitie worden kortlopende kredietfaciliteiten buiten beschouwing gelaten. Deze worden echter wel in aanmerking genomen in het derde hoofdstuk van dit artikel.

(2) Aandeel van het eigen vermogen in het balanstotaal.

(3) De liquiditeitsbehoeften worden geraamd op basis van het verschil tussen de behoeften aan bedrijfskapitaal en het bedrijfskapitaal. Er wordt aangenomen dat een bedrijf een liquiditeitsbehoefte kan hebben zodra dat verschil positief is.

(4) De groep kan louter binnenlands zijn, internationaal met een Belgische moederonderneming of internationaal met een buitenlandse moederonderneming.

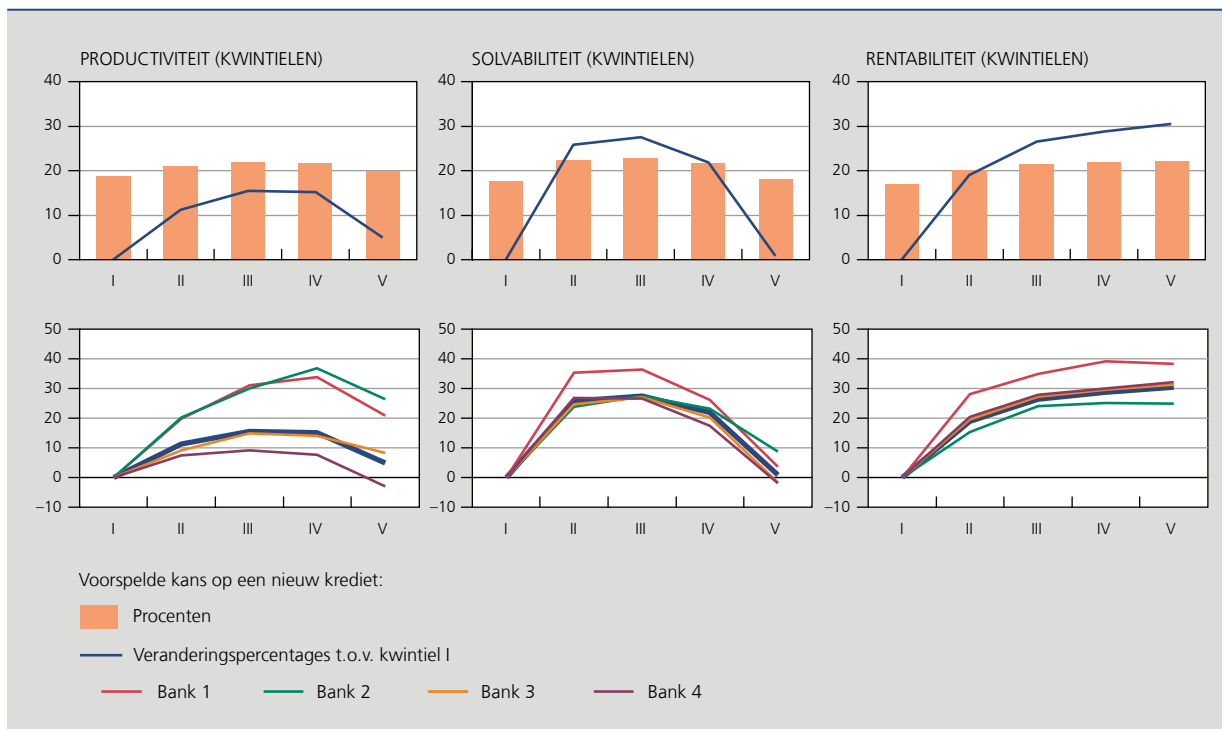
(5) De bedoeling hiervan is de invloed te bepalen van elke factor op de bankkredieten, en niet het omgekeerde effect. Bankkredieten beïnvloeden evenwel rechtstreeks sommige factoren, zoals de solvabiliteit. Ze verlagen immers automatisch het aandeel van het eigen vermogen in het balanstotaal. Om de invloed van de bankkredieten op de solvabiliteit te beperken, worden de in het jaar t toegestane bankkredieten beschouwd op grond van de solvabiliteit in $t-1$.

Eerst wordt nu ingegaan op de resultaten voor de productiviteit. De voorspelde kans⁽¹⁾ op een nieuw krediet bedraagt 19% voor de bedrijven uit het eerste productiviteitskwintiel en respectievelijk 21%, 22%, 22% en 20% voor de volgende kwintielen (zie grafiek 3, linkerpaneel bovenaan). In vergelijking met de voorspelde kans voor het eerste kwintiel liggen de kansen op een nieuw krediet voor de volgende kwintielen, uitgedrukt in veranderingspercentages, respectievelijk 11%, 16%, 15% en 5% hoger.

Bij dat resultaat dienen twee kanttekeningen te worden geplaatst. Ten eerste houden de banken rekening met de economische resultaten van de ondernemingen wanneer ze aan deze laatste leningen willen verstrekken. De

(1) De gemiddelde voorspelde kans geeft het gemiddelde antwoord van het hele staal ingeval de productiviteit van alle bedrijven gelijk is aan een gegeven waarde (achtereenvolgens het gemiddelde peil van het eerste kwintiel, het tweede kwintiel, enz.), waarbij alle andere kenmerken van de bedrijven ongewijzigd worden gehouden. Het grote voordeel van de voorspelde kans is dat ze niet wordt beïnvloed door correlaties tussen de kenmerken.

GRAFIEK 3 VERBANDEN TUSSEN PRODUCTIVITEIT, SOLVABILITEIT, RENTABILITEIT EN NIEUWE KREDIETEN
(ramingen voor de periode 2006-2015)



Bron: NBB.

minst presterende bedrijven hebben het immers moeilijk om een bankkrediet te verkrijgen. De toewijzing van kredieten is echter weinig gevoelig voor de productiviteit. De voorspelde kans om een nieuw krediet te verkrijgen, is vrijwel gelijk voor het tweede, derde en vierde productiviteitskwintiel. Ten tweede wijst de geringere kans voor het laatste kwintiel op een relatief beperkte toegang tot nieuwe kredieten voor de meest productieve bedrijven. Zelfs als voor enkele vraagfactoren wordt gecontroleerd, zoals de vraag of de onderneming behoort tot een groep, of haar rechtsvorm (en dus haar eventuele toegang tot financiering via aandelen, bijvoorbeeld voor naamloze vennootschappen), is het onmogelijk om exhaustief te zijn. Zo kan niet worden gemeten hoe vlot een bedrijf kan overschakelen op bepaalde vormen van alternatieve financiering, zoals risicokapitaal. Het resultaat voor de meest productieve bedrijven valt dus moeilijk te interpreteren. Over het geheel genomen, wijzen die ramingen echter op het zeer ambigu verband tussen nieuwe kredieten en het productiviteitsniveau van de bedrijven.

De analyse die tot dusver voor het totale niveau is uitgevoerd, kan ook afzonderlijk worden verricht voor elk van de vier grote commerciële banken die in België actief zijn⁽¹⁾. Uit die oefening blijkt dat de relatie tussen

nieuwe kredieten en de productiviteit van de bedrijven aanzienlijk varieert van de ene grote bank tot de andere. Voor de banken 1 en 2 is het verband tussen de verstrekte nieuwe kredieten en de productiviteit van de bedrijven veel meer uitgesproken. Zo hebben, voor bank 2, de bedrijven uit het vierde en het vijfde productiviteitskwintiel respectievelijk 37% en 25% meer kans om over een nieuw krediet te beschikken dan die uit het eerste kwintiel. De banken 3 en 4 zijn daarentegen veel minder gevoelig voor de productiviteit. Voor bank 4 ligt de voorspelde kans van de bedrijven uit het vierde kwintiel slechts 9% hoger, terwijl de meest productieve ondernemingen minder kans maken om een nieuw krediet te verkrijgen dan de minst presterende bedrijven.

De solvabiliteit en de rentabiliteit

Een soortgelijke oefening als die voor de productiviteit kan worden gemaakt voor de solvabiliteit en de rentabiliteit, twee elementen die de banken doorgaans in aanmerking nemen om de wanbetalingsrisico's te beoordelen, onder meer via hun interne modellen.

(1) Om redenen van vertrouwelijkheid worden de vier grote banken niet geïdentificeerd, maar willekeurig aangeduid met een cijfer van 1 tot 4.

De relatie tussen de solvabiliteit van de bedrijven, dat wil zeggen het aandeel van het eigen vermogen – met inbegrip van de reserves en de geherinvesteerde winsten – in hun balans totaal, en de voorspelde kans op een nieuw krediet is niet lineair. Zoals blijkt uit het middelste paneel van grafiek 3 neemt ze de vorm van een omgekeerde 'U' aan. De kans is terzelfder tijd kleiner voor de minst en voor de meest solvabele ondernemingen. Het eerste resultaat heeft uiteraard te maken met het gebrek aan vertrouwen van de kredietinstellingen in ondernemingen met een overmatige schuldenlast in verhouding tot hun eigen vermogen en/of een accumulatie van overgedragen verliezen. Het tweede resultaat hangt wellicht samen met een vraageffect. De bedrijven die sterker gekapitaliseerd zijn of die metertijd aanzienlijke reserves hebben aangelegd, zijn immers het best in staat zichzelf te financieren door hun beschikbare liquiditeiten in te ruilen tegen bankkredieten.

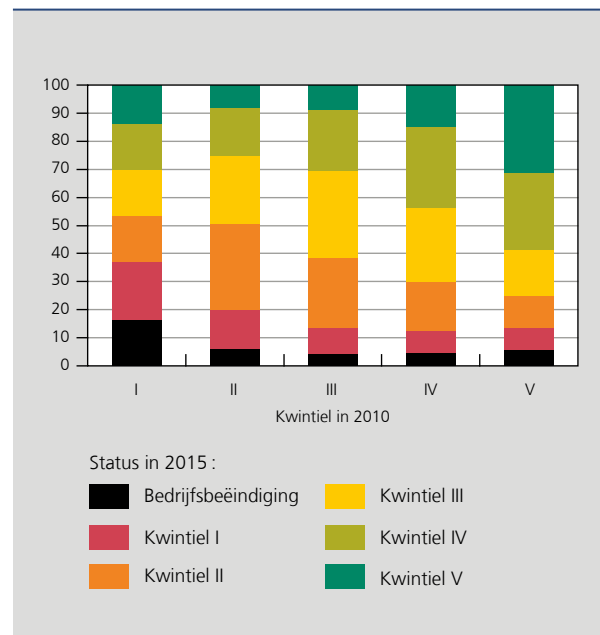
Het resultaat inzake rentabiliteit – dat wordt gemeten aan de hand van de nettorentabiliteitsratio van de totale activa vóór belastingen en schuldenlasten – is dan weer eenduidig. De meest rendabele ondernemingen maken een veel grotere kans om een nieuw krediet te verkrijgen. De interpretatie van die relatie is vrij intuïtief; voldoende hoge bedrijfsresultaten geven de banken een zeer goed signaal, aangezien ze een garantie vormen dat een onderneming in staat is haar schulden af te lossen.

De gevoeligheid van nieuwe kredieten voor de solvabiliteit of de rentabiliteit varieert van de ene grote bank tot de andere, maar in veel mindere mate dan voor de productiviteit (zie grafiek 3, onderste panelen in het midden en rechts). De gevoeligheid van de banken 3 en 4 stemt overeen met het gemiddelde voor alle banken. Interessant is dat de relatie tussen nieuwe kredieten en de rentabiliteit het sterkst is voor bank 1, die reeds zeer gevoelig blijkt voor de productiviteit.

Algemeen beschouwd, heeft het belang dat de kredietinstellingen hechten aan de boekhoudkundige ratio's betreffende de financiële gezondheid van de kredietnemers, met name te maken met het principe dat ze goede voorspellende indicatoren zijn van de duurzaamheid van de ondernemingen en van hun toekomstige capaciteit om hun financiële verplichtingen na te komen. Voor 16 % van de ondernemingen uit het eerste rentabiliteitskwintiel in 2010 gold immers dat ze hun activiteiten hadden stopgezet of vijf jaar later failliet waren verklaard⁽¹⁾, terwijl dat percentage terugloopt tot slechts 5 % voor de meest rendabele ondernemingen (zie grafiek 4).

(1) In dit percentage bedrijfsbeëindigingen wordt geen rekening gehouden met de verdwijningen als gevolg van fusies of overnames.

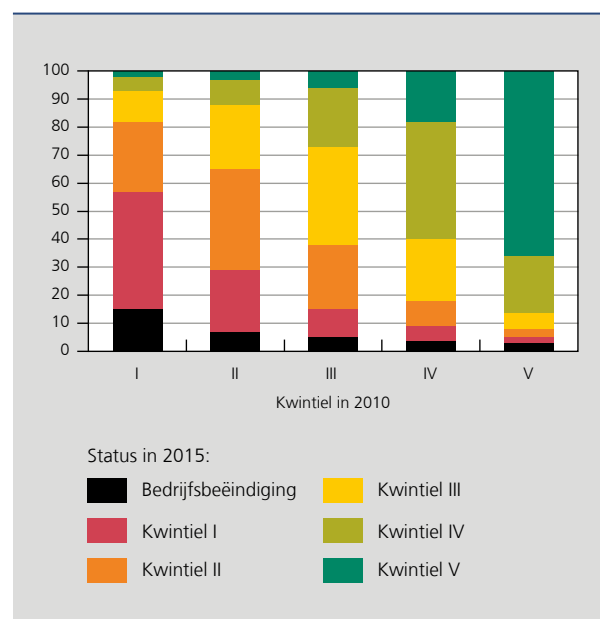
GRAFIEK 4 BEWEGINGEN VAN DE BEDRIJVEN BINNEN DE RENTABILITEITSVERDELING⁽¹⁾
(in %)



Bron: NBB.

(1) Gemeten aan de hand van de nettorentabiliteitsratio van de activa vóór belastingen en schuldenlasten.

GRAFIEK 5 BEWEGINGEN VAN DE BEDRIJVEN BINNEN DE PRODUCTIVITEITSVERDELING
(in %)



Bron: NBB.

Hoewel ongunstige ratio's wel degelijk een wanbetalingsrisico op een bepaald tijdstip weerspiegelen, kan dat risico mettertijd echter veranderen, en de beoordeling ervan kan derhalve omgeven zijn door onzekerheden. De tijdens een boekjaar behaalde winsten van een onderneming zijn niet noodzakelijk representatief voor haar toekomstige winsten. Zo blijkt dat van de ondernemingen uit het eerste rentabiliteitskwintiel in 2010 slechts 21% in dat kwintiel is gebleven in 2015, terwijl 14% ervan overging naar het vijfde kwintiel.

Ter vergelijking: een dergelijke instabiliteit in de tijd blijkt niet voor de andere bestudeerde indicatoren, met name voor de productiviteit (zie grafiek 5). Die resultaten wijzen erop dat een discriminerende indicator voor de kredietverlening, namelijk de rentabiliteit, relatief instabiel is in de tijd.

Leeftijd van het bedrijf

De leeftijd van het bedrijf beïnvloedt ook de kans om over bankkredieten te beschikken. In de populatie van bedrijven die in 2015 een bankkrediet hadden, zijn de oudste bedrijven ruimer vertegenwoordigd (zie grafiek 6, linkerpaneel). Jonge bedrijven lijken dus bepaalde moeilijkheden te ondervinden om een bankkrediet te verkrijgen. Die vaststelling wordt bevestigd door de

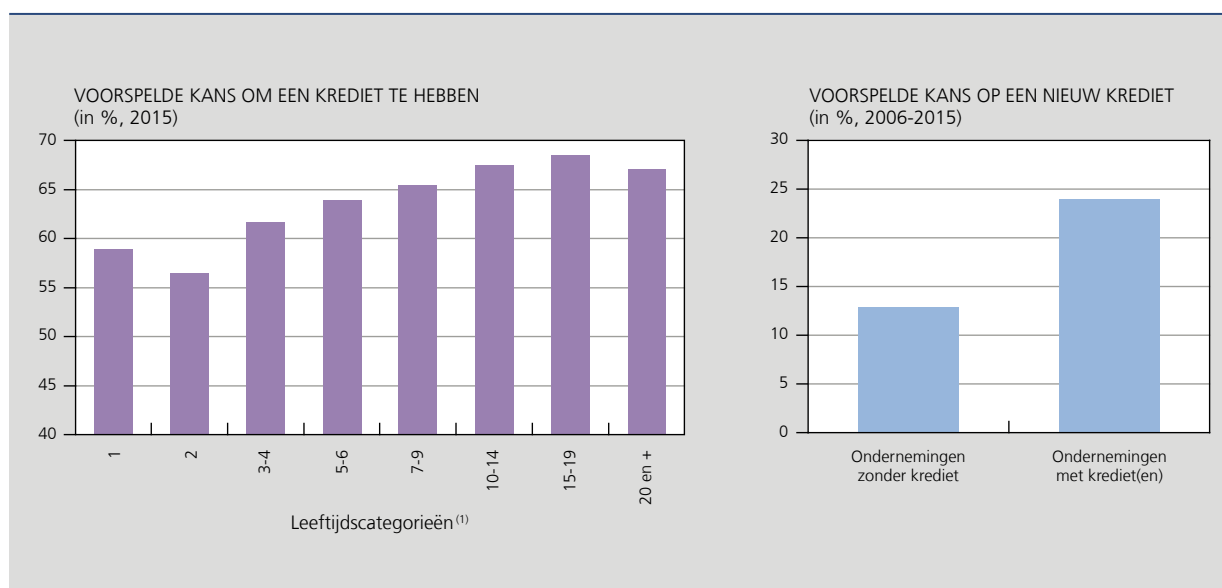
duidelijke problemen om een eerste krediet te krijgen (zie Grafiek 6, rechterpaneel). Ten opzichte van de bedrijven zonder kredieten maken de ondernemingen die wel reeds over minstens één krediet beschikken, tweemaal meer kans om een nieuw krediet of een verlenging van een bestaand krediet te verkrijgen.

Investerings

Uiteraard dienen bankkredieten om in financieringsbehoeften te voorzien. Ze worden meer toegekend aan bedrijven die investeringen verrichten. De voorspelde kans op een nieuw krediet bedraagt slechts 12% indien het bedrijf niet investeert, terwijl ze veel hoger ligt als het wél investeert (zie grafiek 7). Er is echter een groot verschil naargelang van het type investeringen.

De voorspelde kans stijgt aanzienlijk bij investeringen in fysiek kapitaal. Ze belooft 37% en zelfs 45% bij gelijktijdige investeringen in fysiek kapitaal en immaterieel kapitaal. Enkel investeren in immaterieel kapitaal beïnvloedt daarentegen veel minder de kans op een nieuw krediet, die maar 17% bedraagt. Dat resultaat heeft wellicht te maken met het feit dat investeringen in immaterieel kapitaal, in tegenstelling tot die in fysiek kapitaal, zelden kunnen worden gebruikt als waarborg bij de banken.

GRAFIEK 6 MOEILIKHEDEN OM EEN EERSTE BANKKREDIET TE VERKRIJGEN

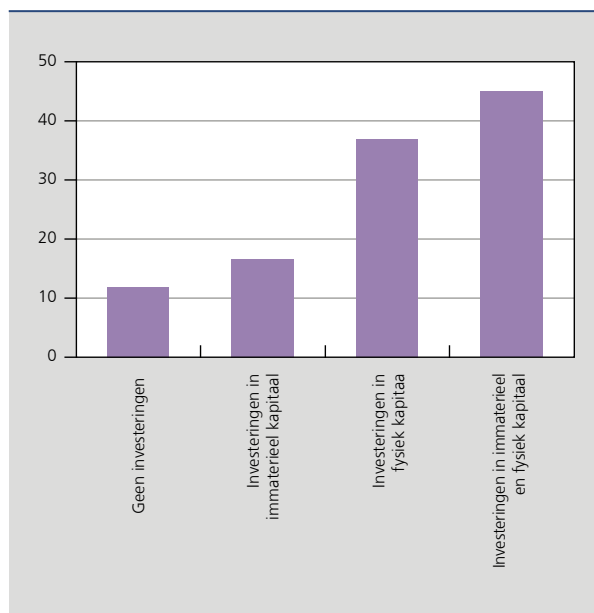


Bron: NBB.

(1) Aantal sinds de oprichting van het bedrijf verstreken jaren.

GRAFIEK 7 KREDIETEN FINANCIËREN VOORAL DE INVESTERINGEN IN FYSIEK KAPITAAL EN MINDER DIE IN IMMATERIEEL KAPITAAL

(voorspelde kans op een nieuw krediet in %, ramingen voor de periode 2006-2015)



Bron: NBB.

3. Bankkredieten en duurzaamheid van de bedrijven

Het verband tussen kredieten en bedrijfsinvesteringen wijst op de essentiële rol die het bankwezen speelt in de economische ontwikkeling. Door aan ondernemingen leningen te verstrekken, stellen de banken die ondernemingen in staat om onder meer het productievermogen tot stand te brengen dat ze nodig hebben om hun projecten te realiseren. Naast investeringen kunnen bankkredieten ook behoeften aan bedrijfskapitaal financieren. Het is immers noodzakelijk over voldoende liquiditeitsreserves te beschikken om de dagelijkse werking te garanderen, onder meer door de lonen of de facturen van de leveranciers te betalen. Zonder die liquiditeiten loopt een bedrijf het risico zijn betalingen te moeten staken.

Bankkredieten kunnen dus bijdragen aan de leefbaarheid en aan de duurzaamheid van de ondernemingen. Zoals blijkt uit

(1) Die ramingen zijn gebaseerd op een discretekeuzemodel met als verklarende variabele, onder meer, de bedragen van de bankkredieten, waarvan de perimter wordt gedefinieerd zoals in het voorgaande hoofdstuk, namelijk door er de soorten leningen in op te nemen die gewoonlijk worden gebruikt voor financiering op lange termijn. In de specificatie zijn eveneens, via een additionele variabele, de leningen begrepen die worden verkregen door middel van kortlopende instrumenten, zoals toegestane debetsaldi op bankrekeningen. De respectieve invloeden van die twee categorieën van leningen op de kans op bedrijfsbeëindiging werden geraamd op basis van een 'complementary log-log'-model (zie Tsoukas, 2011), waarbij ze werden gezuiverd voor de effecten van een reeks controlevariabelen.

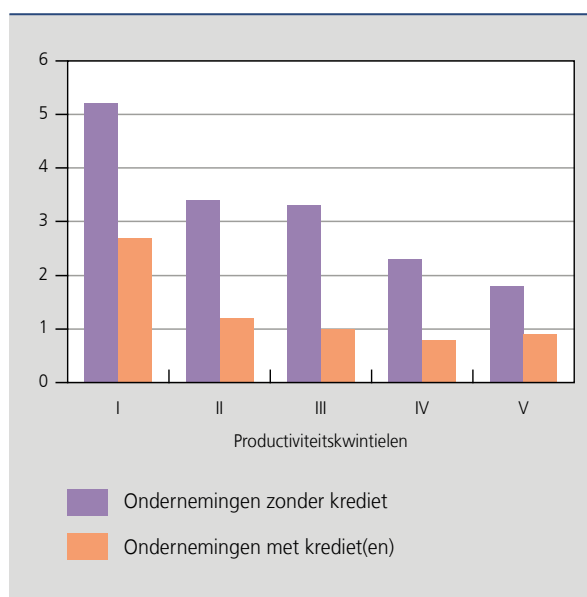
grafiek 8, lopen bedrijven die een krediet hebben verkregen minder risico op een stopzetting van hun activiteiten dan ondernemingen die geen beroep konden doen op die financieringsbron, en dat ongeacht hun productiviteitsniveau. Dit onderstreept dat het beschikken over een bankkrediet – en, meer in het algemeen, over financieringsbronnen op lange termijn – zelfs voor de best presterende ondernemingen blijkbaar een bepalende overlevingsfactor is.

Het oorzakelijk verband tussen het verkrijgen van een krediet en de overlevingskans van een bedrijf werkt weliswaar niet in één richting. Productieve ondernemingen kunnen misschien geen krediet verkrijgen omdat ze kenmerken vertonen die wijzen op een nakend in gebreke blijven, zoals een lage rentabiliteit. Het gunstige effect dat bankfinanciering uitoefent op het voortbestaan van de bedrijven is echter statistisch significant, zelfs als het wordt geïsoleerd van de invloed van andere factoren die hun overleving kunnen beïnvloeden.

De ramingen⁽¹⁾ in de bijgaande tabel A.2 bevestigen immers dat, ceteris paribus, bankkredieten systematisch gepaard gaan met een hogere overlevingskans. Dat effect is des te groter voor de meest productieve ondernemingen, wat doet vermoeden dat bankkredieten, gemiddeld beschouwd, een doorslaggevend invloed hebben op hun overlevingskans dan voor de minst productieve bedrijven.

GRAFIEK 8 PERCENTAGE BEDRIJFSBEÏNDIGINGEN NAAR PRODUCTIVITEITSNIVEAU

(in % van de in 2012 actieve ondernemingen die tijdens de drie daaropvolgende jaren hun activiteiten stopzetten of failliet gingen)



Bron: NBB.

Kortlopende kredietfaciliteiten gaan daarentegen niet gepaard met hogere overlevingskansen. Ze hebben zelfs een significant effect op de bedrijfsbeëindigingskans van de minst productieve ondernemingen, omdat ze voor deze laatste een faillissementsrisico weerspiegelen dat samenhangt met een te hoge schuldgraad op korte termijn⁽¹⁾.

Conclusie

Bankkredieten zijn vaak van cruciaal belang voor het welslagen van de projecten die ondernemingen tot stand brengen. Ze bieden deze laatste, en met name de best presterende, een voldoende solide financieringsgrondslag om zich verder te kunnen ontwikkelen. Zodoende dragen de banken sterk bij aan de economische groei en de werkgelegenheidscreatie.

Uit de in dit artikel toegelichte resultaten blijkt niettemin dat het percentage bankkredieten aan de meest productieve bedrijven kleiner is dan wat op basis van hun gewicht in de economie mag worden verwacht. Dat komt deels doordat de best presterende ondernemingen een ruimere toegang hebben tot alternatieve financieringsbronnen, waaronder intragroepsfinanciering, en dat ze derhalve niet systematisch een bankkrediet aangaan om hun projecten te financieren. In deze analyse wordt echter gewezen op bepaalde factoren die de overheveling van de door banken beheerde middelen naar de best presterende ondernemingen kunnen belemmeren. Vooral een hoog risicoprofiel bemoeilijkt de toegang tot bankkrediet, en dit zelfs als de productiewijze of de positionering op de markt van een onderneming haar in staat stellen goed te presteren of haar daartoe het potentieel verlenen.

In dat verband kunnen de verschillende in deze studie belichte determinanten van de kredietverstrekking worden gebruikt om een 'robotportret' te schetsen van de goed presterende onderneming die toch moeilijkheden kan

ondervinden om een lening te verkrijgen. Dat is doorgaans een pas opgerichte onderneming die niet tot een groep behoort. Een dergelijke onderneming is nog niet in staat de levensvatbaarheid van haar project overtuigend te waarborgen op basis van haar eerste boekhoudkundige resultaten, hoewel deze zich de komende jaren gunstig kunnen ontwikkelen. Ze heeft, a fortiori, ook nog geen bancaire voorgeschiedenis om aan te tonen dat ze haar schulden kan aflossen. Berust haar project bovendien hoofdzakelijk op de exploitatie van immateriële activa, zoals een octrooi, dan biedt ze de banken slechts weinig materiële garanties op het ogenblik dat ze een lening aanvraagt.

Die houding van de banken ten aanzien van het risico is gerechtvaardigd in het licht van de financiële stabiliteit. Ze wordt zelfs aangemoedigd door de prudentiële regelgeving die de banken kapitaalvereisten oplegt in verhouding tot de risicovolle aard van de componenten op de actiefzijde van hun balans, met inbegrip van de kredieten aan ondernemingen. Het feit dat de toegang tot bankfinanciering van sommige jonge ondernemingen met een hoog potentieel kan worden beperkt door de onzekerheid over hun levensvatbaarheid, onderstreept overigens het belang van alternatieve financieringen, met name de financiering via risicokapitaal.

Doordat de financiering via risicokapitaal het geïnvesteerde eigen vermogen van de ondernemingen versterkt, stelt ze beginnende bedrijven een toereikende kapitaalbuffer ter beschikking om eventuele tijdens de opstartfase geleden verliezen op te vangen. In België zijn onlangs initiatieven genomen, ook op gewestelijk niveau, om die financieringswijze te bevorderen of een reglementair kader te bieden⁽²⁾. Via haar geplande kapitaalmarktenunie beoogt de Europese Commissie daartoe eveneens een aantal maatregelen te nemen. Voor zover die initiatieven daadwerkelijk de middelen zouden kunnen kanaliseren naar de ondernemersprojecten die de grootste toegevoegde waarde creëren, zijn ze zeker relevant.

(1) Dit is trouwens de reden waarom die kortlopende kredietinstrumenten niet werden opgenomen in de analyse in hoofdstuk 2.

(2) Het betreft onder meer de 'tax shelter', die erin bestaat een fiscale stimulans te geven aan particulieren die in jonge ondernemingen beleggen, een op maat gesneden regelgevend kader in te voeren voor crowdfunding-platforms, dat met name moet toezien op de beroepskwaliteiten van de beheerders van die platforms, en de beleggers te beschermen. Die erkenningsregels werden vastgelegd in de wet van 18 december 2016. De gewesten hebben trouwens ook initiatieven inzake overheidsfinanciering genomen. Vermeldenswaardig zijn onder meer de 'Seed & Early Stage' in Vlaanderen, de investeringsbijdragen in Brussel en de maatregelen van de SOWALFIN en de SRIW in Wallonië.

Bijlagen

TABEL A.1 KANS OP EEN NIEUW KREDIET EN TOEGESTANE BEDRAGEN

(gegevens voor 2006-2015)

Verklarende variabelen	Binaire benadering (krediet = 1, geen krediet = 0)		Toegestane bedragen
	(voorspelde kans)	(gemiddeld marginaal effect ⁽¹⁾)	(marginaal effect)
Productiviteit (PTF) in $t-1$			
Kwintiel I	18,9***	–	–
Kwintiel II	21,0***	11,2***	1,1***
Kwintiel III	21,9***	15,5***	1,5***
Kwintiel IV	21,8***	15,3***	1,4***
Kwintiel V	19,9***	5,0	0,5
Rentabiliteit in $t-1$			
Kwintiel I	17,0***	–	–
Kwintiel II	20,2***	19,1***	1,8***
Kwintiel III	21,5***	26,5***	2,4***
Kwintiel IV	21,9***	28,8***	2,6***
Kwintiel V	22,2***	30,5***	2,7***
Solvabiliteit in $t-1$			
Kwintiel I	17,8***	–	–
Kwintiel II	22,4***	25,8***	2,3***
Kwintiel III	22,8***	27,6***	2,4***
Kwintiel IV	21,8***	22,0***	1,9***
Kwintiel V	18,0***	0,9	-0,1
Investerings⁽²⁾			
Geen	11,9***	–	–
In fysiek kapitaal	37,0***	209,6***	1,2***
In immaterieel kapitaal	16,6***	39,0***	0,3***
In fysiek kapitaal en immaterieel kapitaal	45,0***	276,6***	–
Grootteklasse (aantal werknemers)			
0	18,4***	–	–
1-9	20,4***	10,9***	1,1***
10-49	23,1***	25,8***	2,2***
50-249	19,0***	3,6	-0,4
meer dan 250	13,6***	-25,9***	-4,9***
Leeftijdscategorie (aantal jaren)			
1 jaar	25,8***	–	–
2 jaar	22,8***	-11,6***	-1,4***
3-4 jaar	22,0***	-14,8***	-1,9***
5-6 jaar	21,1***	-18,0***	-2,4***
7-9 jaar	21,1***	-18,1***	-2,4***
10-14 jaar	21,0***	-18,4***	-2,4***
15-19 jaar	20,9***	-18,9***	-2,4***
meer dan 20 jaar	20,1***	-22,1***	-2,9***
Beschikt reeds over een krediet?			
Nee	12,9***	–	–
Ja	24,0***	86,2***	5,9***
Liquiditeitsbehoefte in $t-1$⁽³⁾			
Nee	19,2***	–	–
Ja	23,1***	20,4***	2,0***
Behoort tot een groep			
Nee	21,2***	–	–
Ja	19,5***	-8,0***	-0,8***
Vaste effecten: bedrijfstak (NACE 2 digits)			
Ja	Ja	Ja	Ja
Vaste effecten: rechtsvorm			
Ja	Ja	Ja	Ja
Vaste effecten: jaren			
Ja	Ja	Ja	Ja
Aantal observaties	942 496	942 496	942 496

Bron: NBB.

(1) Het gemiddelde marginale effect stemt overeen met de verandering (in %) in de kans op een nieuw krediet ten opzichte van de referentiegroep.

(2) Voor de binaire benadering (zie de eerste twee kolommen) zijn de investeringen een binaire variabele met de waarde 1 als er wordt geïnvesteerd, en de waarde 0 anders. Voor de benadering van de toegestane bedragen (zie laatste kolom), zijn de investeringen een in logaritme uitgedrukt bedrag.

(3) De liquiditeitsbehoefte worden geraamd op basis van het verschil tussen de behoeften aan bedrijfskapitaal en het bedrijfskapitaal. Aangenomen wordt dat een bedrijf een liquiditeitsbehoefte kan hebben zodra dat verschil positief is.

* significant op een niveau van 10%; ** significant op een niveau van 5%; *** significant op een niveau van 1%.

TABEL A.2 DETERMINANTEN VAN DE KANS OP BEDRIJFSBEËINDIGING(marginale effecten⁽¹⁾ geraamd aan de hand van een 'complementary log-log'-model, gegevens voor 2006-2015)

Verklarende variabelen	Productiviteitskwintielen				
	I	II	III	IV	V
Opgenomen kredieten (in % van het balanstotaal)	-0,58***	-1,26***	-2,40***	-2,42***	-3,61***
Opgenomen kredietlijnen (in % van het balanstotaal)	0,26**	-0,40	-0,22	-1,00*	-0,19
Werkgelegenheid in voltijdequivalenten (logaritme)	-0,08***	-0,18***	-0,17***	-0,24***	-0,21***
Niet-financiële vaste activa (logaritme)	-0,16***	-0,23***	-0,27***	-0,27***	-0,25***
Nettorentabiliteit vóór belastingen en schuldenlasten (in % van het balanstotaal)	-0,92***	-1,14***	-0,47***	-0,36**	-0,07
Behoren tot een groep	-0,04	-0,33***	-0,32***	-0,36***	-0,50***
Leeftijdscategorie (basis: 10-14 jaar)					
minder dan 1 jaar	-0,32	-0,27	0,04	-0,53	-0,13
1 an	0,22**	-0,21	-0,27	-0,75**	-0,13
2 jaar	0,15**	0,60	-0,05	-0,31***	-0,26
3-4 jaar	0,16***	0,08	-0,19	-0,34***	-0,25
5-6 jaar	0,14**	-0,34	-0,10	-0,54***	-0,05
7-9 jaar	0,18***	-0,25	0,00	-0,28***	-0,14
15-19 jaar	0,17***	0,17**	0,26***	-0,06	-0,06
meer dan 20 jaar	0,43***	0,37***	0,32***	0,02	-0,13
Vaste effecten: jaren	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Aantal observaties	184 024	185 732	185 878	185 515	183 076

Bron: NBB.

(1) Een marginaal effect stemt overeen met de verandering met één eenheid van een verklarende variabele op het logaritme van de kans op bedrijfsbeëindiging.

* significant op een niveau van 10 %; ** significant op een niveau van 5 %; *** significant op een niveau van 1 %.

Bibliografie

Adler G., R. Duval, D. Furceri, S. K. Çelik, K. Koloskova en M. Poplawski-Ribeiro (2017), *Gone with the Headwinds: Global Productivity*, IMF Staff discussion note 17/04.

Besley T., I. Roland en J. Van Reenen (2017), *Credit Market Frictions and the Productivity Slowdown*, mimeo.

Duval R., G.H. Hong en Y. Timmer (2017), *Financial frictions and the great productivity slowdown*, IMF Working Paper 17/129.

McGowan M. A., D. Andrews en V. Millot (2017), *The walking dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Paper 2017/4.

Tsoukas S. (2011), 'Firm survival and financial development: Evidence from a panel of emerging Asian economies', *Journal of Banking & Finance*, 35, 1736-1752.

Wooldridge J. (2009), 'On Estimating Firm-Level Production Functions Using Proxy Variables to Control for Unobservables', *Economics Letters*, 104(3), 112-114.