DEPARTEMENT BEDRIJFSECONOMIE

FINANCIERINGSKEUZE EN FINANCIERINGS-HIERARCHIE : RESULTATEN VAN EEN EMPIRISCH ONDERZOEK IN BELGISCHE ONDERNEMINGEN

door

Eddy LAVEREN
Eddy DURINCK
Jürgen VANDENBROUCKE

WORKING PAPER
95-225
december 1995

D/1995/2263/22

INHOUD

Inleiding blz. 3

1. Steekproef en profiel van de respondenten blz. 4
    1.1. De steekproef blz. 4
    1.2. Profiel van de respondenten blz. 4
    1.3. Het enquêteformulier blz. 6

2. Werkelijke versus gewenste schuldratio blz. 7
    2.1. Werkelijke schuldratio blz. 7
    2.2. Gewenste schuldratio blz. 8

3. Rangschikking van de financieringsmiddelen volgens kostenaspect blz. 9

4. Belang van belastingvoordelen blz. 11
    4.1. Interestgebonden belastingvoordelen blz. 11
    4.2. Niet-interestgebonden belastingvoordelen blz. 13

5. Effecten verbonden aan het gebruik van schuldfinanciering blz. 15

6. Kosten van schulden versus aandelen blz. 18
    6.1. Kosten verbonden aan schuldfinanciering blz. 18
    6.2. Kosten verbonden aan aandelenkapitaal blz. 20

7. Diverse bepalende factoren bij de kapitaalstructuurbeslissing blz. 21
    7.1. De kapitaalstructuur van de concurrenten blz. 21
    7.2. De kostenstructuur blz. 24
    7.3. Impliciete rechten blz. 25

8. Financieringshiërarchie blz. 27

Besluit blz. 29

Bibliografie blz. 31

Inleiding

De financieringsbeslissing (of kapitaalstructuurbeslissing) werd de laatste decennia vooral bestudeerd vanuit een normatieve benadering. Hierbij was de aandacht voornamelijk gericht op de vraag of de ondernemingsleiding de waarde van de onderneming kan verhogen door het nemen van de gepaste financieringsbeslissing en of er voor elke onderneming een optimale verhouding bestaat tussen het eigen en het vreemd vermogen. In Laveren (1991) en Durinck et al. (1995) wordt een overzicht gegeven van de verschillende theorieën inzake het vraagstuk van de optimale kapitaalstructuur. Een aantal andere studies waarin deze theorieën worden belicht, zijn: Masulis (1989), Myers (1984, 1993), Harris en Raviv (1991) en Cools (1993).

De bestaande theorieën zijn niet overtuigend, omdat zij er niet in slagen het werkelijke financieringsgedrag van ondernemingen te verklaren. Aan de hand van een schriftelijke enquête zullen wij trachten een inzicht te krijgen in de wijze waarop in de praktijk financieringsbeslissingen worden genomen en welke elementen van belang zijn bij de financieringskeuze eigen versus vreemd vermogen.

In de internationale financieringsliteratuur zijn ons slechts enkele studies bekend die op basis van een enquête onderzoek hebben verricht naar het kapitaalstructuurvraagstuk, m.n. Toy et al. (1974) en Pinegar en Wilbricht (1989). Heel wat empirische studies trachten op basis van 'event-studies' de reacties van de financiële markt op veranderingen in de kapitaalstructuur te beschrijven. Andere proberen de veranderingen in een kapitaalstructuurvariabele aan de hand van regressie-analyses te verklaren. De resultaten van deze laatste werkwijze zijn niet altijd even betrouwbaar (Cools, 1993).

In wat volgt worden eerst de steekproef en het profiel van de respondenten nader toegelicht. Daarna behandelen we in afzonderlijke afdelingen de verschillende vragen die in de enquête aan bod kwamen. Hierbij geven we telkens de theoretische motivering voor het stellen van de betreffende vraag. Zo bekijken we in de tweede afdeling de relatie tussen de werkelijke en de gewenste schuldratio. In een derde afdeling geven we de rangschikking van enkele financieringsmiddelen volgens kostenaspect, zoals die door de respondenten werd opgegeven. We bekijken eveneens de rol van interestgebonden en niet-interestgebonden belastingvoordelen bij de financieringsbeslissing. In een vijfde afdeling komen de effecten aan bod die verbonden zijn aan schuldfinanciering, waarna we de kosten van eigen versus vreemd vermogen vergelijken. In de zevende afdeling wordt getoetst naar het praktische belang van enkele factoren die in de theorie beschouwd worden als verklarende variabelen voor de kapitaalstructuur van een onderneming. Als laatste wordt gepeild naar een eventuele financieringshiërarchie bij de keuze van financieringswijze. We ronden af met een samenvattend besluit.

1. Steekproef en profiel van de respondenten

In deze afdeling wordt ingegaan op de selectiecriteria die we gehanteerd hebben bij het samenstellen van de steekproef. Tevens zullen een aantal kenmerken worden besproken van de ondernemingen die aan de steekproef deelnamen.

1.1. De steekproef

We beperkten de populatie tot industriële en handelsondernemingen[1] uit Vlaanderen en Brussel, die hun jaarrekening publiceren overeenkomstig het volledig schema en die eveneens voldoen aan de volgende criteria:

- N.V. als rechtspersoonlijkheid;
- omzet van 1990 bedroeg meer dan 750 miljoen BEF;
- minimum 50 werknemers.

Deze beperkingen hebben tot gevolg dat een minimumdrempel gesteld wordt aan de dimensie van de deelnemende ondernemingen. In totaal werd aan 813 bedrijven een vragenlijst toegezonden ter attentie van de financiële directeur of de verantwoordelijke financiering en financieel beheer.

De antwoorden werden verwerkt met behulp van het statistische softwarepakket SPSS (Statistical Package for the Social Sciences).

1.2. Profiel van de respondenten

Van de 813 ondernemingen stuurden er 106 een bruikbaar enquêteformulier terug. Het antwoordpercentage bedraagt dus 13%, wat we voor dit type van onderzoek een goed resultaat vinden.

In tabel 1 worden de respondenten op basis van de NACE-codes ingedeeld volgens de sector waartoe ze behoren. We stellen vast dat vooral ondernemingen uit de verwerkende industrie (chemische, metaalverwerkende en andere verwerkende nijverheden) en uit de handel en horeca aan de enquête gevolg hebben gegeven. Het aantal respondenten uit de sectoren vervoer en verkeer, energie en waterhuishouding en de bouwnijverheid is beperkter.

---

[1] Deze beperking brengt met zich mee dat ondernemingen uit NACE-afdelingen **1** (energie en waterhuishouding), **2** (winning en verwerking van niet-energetische delfstoffen en hun derivaten - chemische nijverheid), **3** (metaalverwerkende industrie - fijnmechanische en optische industrie), **4** (andere bewerkende en verwerkende industrieën), **5** (bouwnijverheid),**6** (handel, hotels en restaurants) en **7** (vervoer en verkeer) werden geselecteerd.

Tabel 1: Sectoriële indeling van de respondenten

NACE-klasse	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
1. Energie	2	1.9%
2. Chemische nijverheid	18	17.0%
3. Metaalverwerkende industrie	24	22.6%
4. Andere verwerkende industrie	25	23.6%
5. Bouwnijverheid	6	5.7%
6. Handel en horeca	26	24.5%
7. Vervoer en verkeer	5	4.7%
Totaal	106	

Tabel 2: Indeling van de respondenten volgens de niet-geconsolideerde omzet van 1990

Omzet (miljard BEF)	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
0,750 - 2	58	54,7%
> 2	48	45,3%
Totaal	106	

Het merendeel van de ondernemingen (54,7%) realiseerde in 1990 een omzet gelegen tussen 750 miljoen en 2 miljard BEF (zie Tabel 2). De overige ondernemingen (45,3%) behaalden in 1990 een omzet van meer dan 2 miljard BEF[2].

Naast de sectoriële en dimensionele indeling van de respondenten is het voor ons onderzoek interessant om te weten in welke mate een onderneming als succesvol of niet succesvol kan geklasseerd worden. Hiertoe werd voor elke onderneming de discriminantscore berekend als het gewogen gemiddelde van enkele financiële ratio's (Ooghe en Van Wymeersch, 1994) op basis van de jaarrekening van het boekjaar 1990. Vergelijken we deze discriminantscore met de optimale score (i.c. 0,3378), dan is het mogelijk om de financiële situatie van die onderneming te beoordelen. Bedrijven met een discriminantscore boven de optimale waarde worden als succesvol beschouwd, wat op basis van onze steekproef geldt voor 66% van de ondervraagde ondernemingen (zie Tabel 3).

[2] Aan de respondenten werd tevens gevraagd of ze deel uitmaken van een groep. Hierop werd door 86,8% bevestigend geantwoord. Toch is 94,3% niet beursgenoteerd. Verder stellen we vast dat voor deze ondernemingen 72,8% van de financiële directeurs tewerkgesteld is in een dochteronderneming en 27,2% in de hoofdzetel. We vermelden ook nog dat 19,8% van de respondenten werkt met een coördinatiecentrum.

Tabel 3: Indeling van de respondenten naar succesvol en niet succesvol

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Succesvol	70	66%
Niet succesvol	36	34%
Totaal	106	

1.3. Het enquêteformulier

Het enquêteformulier bestaat uit vijf delen:

1. de participanten bij financieringsbeslissingen;
2. informatie over de financieringsbeslissingen die de voorbije drie jaren genomen werden;
3. de taakverdeling tussen de participanten betrokken bij de financieringsbeslissingen;
4. de financieringsbeslissing eigen versus vreemd vermogen;
5. enkele identificatiegegevens.

De meeste vragen zijn van het gesloten type. De respondenten dienen dus enkel een vooraf gespecificeerde antwoordmogelijkheid aan te duiden die het meest aansluit bij hun visie. Andere vragen waren van het open type, waarbij de respondenten de gestelde vragen binnen de voorziene ruimte vrij kunnen beantwoorden. Deze vragen vergen meer tijd bij het invullen van het formulier. Om de tijdsbesteding van de respondenten enigszins te beperken werden slechts enkele van deze open vragen gesteld.

In een voorgaande paper (Durinck, Laveren en Pas, 1993) werd aandacht besteed aan de organisatie en draagwijdte van de financiële functie. Hierbij werden de antwoorden van de eerste drie delen van het enquêteformulier bestudeerd. In deze paper bespreken en analyseren we de antwoorden m.b.t. deel 4.

2. *Werkelijke versus gewenste schuldratio*

2.1. Werkelijke schuldratio

We stelden aan de financiële verantwoordelijken de volgende vraag:

> *"Hoeveel bedroeg einde boekjaar 1990 uw werkelijke schuldratio (vreemd vermogen / totaal vermogen) in boekwaarde ?"*

De resultaten m.b.t. de feitelijke kapitaalstructuurverhouding van de ondervraagde ondernemingen zijn weergegeven in tabel 4. We stellen vast dat 34% van de respondenten een schuldratio heeft die groter is dan 70%. Een kleine 40% heeft echter een schuldratio beneden de 50%, wat betekent dat zij eigen boven vreemd vermogen verkiezen als financieringsbron.

Tabel 4: Werkelijke schuldratio (vreemd vermogen / totaal vermogen) in boekwaarde

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
> 80%	14	13,6%
70% - 80%	21	20,4%
60% - 70%	16	15,5%
50% - 60%	12	11,7%
< 50%	40	38,8%
Totaal	103	

Verder statistisch onderzoek wees uit dat er een (significant) positief verband blijkt te zijn tussen de niet succesvolle ondernemingen en de ondernemingen met een hoge schuldratio. Blijkbaar genieten bedrijven in moeilijkheden niet langer het vertrouwen van nieuwe aandeelhouders, zodat men op vreemd vermogen is aangewezen ter financiering van de ondernemingsactiviteit. Anderzijds geldt ook dat een te hoge schuldratio financiële moeilijkheden in de hand kan werken.

We peilden naar de beoordeling van de huidige schuldratio met de volgende vraag:

> *"Hoe vindt u deze schuldratio ?"*

Ongeveer 50% van de ondervraagden beschouwt de huidige schuldratio als optimaal (zie Tabel 5). 34% vindt de werkelijke schuldratio van de onderneming echter te hoog.

Tabel 5: Beoordeling van de huidige schuldratio

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Te hoog	35	34,0%
Optimaal	50	48,5%
Te laag	18	17,5%
Totaal	103	

Men kan zich nu de vraag stellen welke de huidige schuldratio is van die respondenten die hun schuldratio als optimaal beschouwen. Hiertoe onderzochten we de samenhang tussen de antwoorden op de reeds gestelde vragen. De resultaten worden weergegeven in tabel 6. Het is duidelijk dat vooral de ondernemingen met een schuldratio van meer dan 70% deze te hoog vinden. Ligt de huidige schuldratio beneden de 60%, dan wordt die meestal als optimaal beoordeeld. Toch merken we op dat ruim een vierde van de ondervraagden een schuldratio heeft lager dan 50%. Een derde (14/40) beschouwt dit als te laag. Waarschijnlijk leeft bij deze ondernemingen het besef dat de financiële hefboom nog mogelijkheden biedt om het rendement van het eigen vermogen te doen toenemen. Hierop komen we later nog terug.

Tabel 6: vergelijking tussen de werkelijke schuldratio en de beoordeling er van

	te hoog	optimaal	te laag	totaal
> 80%	10	4	0	14
70% - 80%	15	5	1	21
60% - 70%	7	8	1	16
50% - 60%	1	9	2	12
< 50%	2	24	14	40
totaal	35	50	18	103

2.2. Gewenste schuldratio

Uit tabel 5 komt naar voor dat ongeveer de helft van de respondenten hun huidige schuldratio als te hoog of te laag beoordelen. Om na te gaan welke schuldratio dan wel als optimaal wordt beschouwd, stelden we de volgende vraag:

> *"Indien deze schuldratio niet optimaal is, hoeveel bedraagt dan uw gewenste schuldratio in boekwaarde ?"*

De respons bij deze vraag (in casu 57 antwoorden) ligt opvallend laag, omdat de meeste bedrijven die hun schuldratio nu al optimaal vinden niet hebben geantwoord.

Tabel 7: De gewenste schuldratio (vreemd vermogen / totaal vermogen) in boekwaarde

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
> 80%	1	1,8%
70%- 80%	5	8,8%
60% - 70%	18	31,6%
50% - 60%	17	29,8%
< 50%	16	28,1%
Totaal	57	

Uit tabel 7 leiden we af dat ongeveer 90% van de ondervraagden een schuldratio wenst lager dan 70%. Toch stelden we eerder vast dat de schuldratio van heel wat ondernemingen (34%) zich boven dit niveau bevindt. Dit kan er op wijzen dat men, enigszins tegen de visie van de financiële verantwoordelijke in, genoodzaakt is om beroep te doen op vreemd vermogen.

Beneden het schuldniveau van 70% zijn de meningen gelijk verdeeld. De overige 10% van de respondenten beschouwt een schuldratio boven de 70% als optimaal.

3. Rangschikking van de financieringsmiddelen volgens kostenaspect

Volgens de 'Static Trade Off' theorie wordt de optimale schuldratio bepaald door het voortdurend afwegen van de voor- en nadelen van bijkomende schuldfinanciering. Het voordeel van de aftrekbaarheid van de interestlasten dient telkens vergeleken te worden met de toegenomen verwachte kost van een faillissement. In deze afdeling willen we nagaan of men door het fiscale voordeel van schuldfinanciering in de praktijk inderdaad de voorkeur geeft aan deze financieringsvorm.

Daartoe werd gevraagd een vijftal financieringswijzen te rangschikken volgens de financieringskost die er aan verbonden is: aandelenkapitaal, winstinhouding, investeringskrediet, leasing en kaskrediet. De vraag luidt als volgt:

> *"Gelieve de hiernavolgende financieringskosten te rangschikken van laag naar hoog."*

De resultaten zijn opgenomen in tabel 8.

Tabel 8: Rangschikking van enkele financieringsmiddelen volgens kostenaspect

	goedkoopst				duurst	Totaal	Score (*)
Aandelenkapitaal	47 47%	34 34%	2 2%	2 2%	15 15%	100	3,96 (2)
Winstinhouding	41 41%	44 44%	3 3%	10 10%	2 2%	100	4,12 (1)
Leasing	3 2,9%	11 10,7%	12 11,7%	67 65,0%	10 9,7%	103	2,321 (4)
Investeringskrediet	11 10,7%	5 4,9%	76 73,8%	9 8,7%	2 1,9%	103	3,138 (3)
Kaskrediet	0 0,0%	4 3,9%	9 8,8%	14 13,7%	75 73,5%	102	1,429 (5)

(*) De score werd berekend door de percentages van de rubrieken 'goedkoopst' tot 'duurst' te vermenigvuldigen met respectievelijk 5 tot 1. Een hogere score duidt op een lagere perceptie van de betreffende financieringskost (zie ook Pinegar en Wilbricht, 1989, blz.85).

Uit bovenstaande tabel kunnen we een bepaalde rangorde afleiden van de vermelde financieringsmiddelen volgens kostenaspect. Eigen vermogen, zowel extern (aandelenkapitaal) als intern (winstinhouding) wordt door de respondenten als goedkoopst ervaren. Daarna volgen respectievelijk het investeringskrediet, leasing en het kaskrediet. Merken we op dat nieuw aandelenkapitaal overtuigend als goedkoper wordt ervaren dan bijkomende schuldfinanciering. Deze vaststelling gaat in tegen de opvattingen van de financiële theorie.

Enerzijds is extern eigen vermogen risicokapitaal waarvoor een risicopremie boven de risicovrije rentevoet moet vergoed worden. Hoewel men niet contractueel verplicht is om op bepaalde tijdstippen een dividend uit te keren, zal op termijn toch aan de wensen van de aandeelhouders voldaan moeten worden teneinde de continuïteit van de ondernemingsactiviteit te verzekeren. Wordt in een bepaalde periode bijvoorbeeld voor inhouding van de winst geopteerd, dan neemt dit niet weg dat op de geïnvesteerde middelen voldoende rendement moet behaald worden zodat de aandeelhouders later een meerwaarde kunnen realiseren. Deze meerwaarde vergoedt de aandeelhouders voor de gederfde dividenduitkering. Het is mogelijk dat deze opportuniteitskost niet wordt opgenomen in de perceptie van de financieringskost van aandelenkapitaal.

Anderzijds ziet men blijkbaar de fiscale voordelen van interestbetalingen verbonden aan schuldfinanciering over het hoofd (cfr. infra). Ook de periodieke rentebetalingen vervat in financiële leasingcontracten zijn fiscaal interessant. Deze indirecte kostenfactoren komen echter niet naar voor in de rangorde die op basis van tabel 8 werd afgeleid.

4. Belang van belastingvoordelen

4.1. Interestgebonden belastingvoordelen

De vraag naar de positieve invloed die de interestaftrek kan uitoefenen op de voorkeur voor schuldfinanciering werd expliciet gesteld:

> *"Duid aan in welke mate de fiscale aftrekbaarheid van interesten bepalend is bij het opnemen van vreemde middelen."*

Verschillende kapitaalstructuurtheorieën baseren zich op dit fiscale gegeven om hun stellingen te motiveren. Zoals vermeld, beschouwt de 'Static Trade Off' theorie de aftrekbaarheid van interestlasten als één van de meest doorslaggevende factoren bij het samenstellen van de kapitaalstructuur die de waarde van de onderneming maximaliseert. Ook in de 'Agency Cost' theorie en de 'Pecking Order' theorie spelen interesten een belangrijke rol, alhoewel minder uitgesproken als bij de 'Static Trade Off'. Kijken we echter naar de praktijk, dan blijken de voordelen van vreemd versus eigen vermogen op fiscaal vlak zeer gering, zoals in tabel 9 is weergegeven.

Tabel 9: Belang van de fiscale aftrekbaarheid van interesten

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Niet belangrijk	26	25,0%
Weinig belangrijk	28	26,9%
Middelmatig belangrijk	28	26,9%
In grote mate belangrijk	19	18,3%
Doorslaggevend	3	2,9%
Totaal	104	

Hoe kan het negeren (50 à 75% van de respondenten) van het fiscale voordeel verbonden aan interesten verklaard worden ?

Vooreerst kunnen we stellen dat, alhoewel de tendens is om een target-schuldratio te realiseren, niet vaststaat dat dit doel effectief wordt nagestreefd. Uit tabel 4 leiden we af dat 34% van de ondervraagde ondernemingen een schuldratio aanhoudt die hoger ligt dan wat door een overgrote meerderheid als optimaal wordt beschouwd (zie Tabel 7). Indien de fiscale voordelen van bijkomende schuldfinanciering hun keuze niet heeft beïnvloed, welke waren dan wel de doorslaggevende factoren ? Vanuit de theorie zijn er verscheidene verklaringen mogelijk.

Vooreerst is er de financiële hefboomwerking: door opname van bijkomend vreemd vermogen kan het rendement van het eigen vermogen gestimuleerd worden[3]. Het is echter bedenkelijk of dit de beslissing tot bijkomende schuldfinanciering blijvend kan verantwoorden indien de schuldratio bijvoorbeeld reeds 60% bedraagt.

De 'Free Cash Flow' theorie stelt dat het vaste aflossingsplan van de interestlasten ertoe kan bijdragen dat de vrije kasstromen[4] binnen de onderneming beperkt blijven. Dit verkleint de kans dat intern gegenereerde middelen zouden worden ingezet waar het bedrijfseconomisch niet verantwoord is (cfr. infra). Het conflict van de tegenstrijdige belangen tussen managers en aandeelhouders wordt hierdoor gedeeltelijk opgelost. Alhoewel de financieringskost van het vreemd vermogen groter wordt gepercipieerd (zie Tabel 8) dan die van de opgebouwde reserves, gaat men toch over tot het aantrekken van vreemde middelen.

Een ander belangrijk aspect binnen de bepaling van de kapitaalstructuur is de interactie tussen de investerings- en financieringsbeslissing. Indien de financieringswijze van een project de netto contante waarde ervan kan beïnvloeden, dan heeft dit implicaties voor zowel het investeringsbeleid als de kapitaalstructuur van een onderneming. We peilden naar de meningen van de financiële verantwoordelijken aan de hand van de volgende vraag:

> *"Kan een gunstige financieringswijze de investeringsbeslissing nog wijzigen (d.w.z. een, op basis van operationele resultaten, verlieslatende investering winstgevend maken) ?"*

Door de financieringsmix zodanig te kiezen dat de kapitaalkost van de onderneming wordt gereduceerd, is het mogelijk om verlieslatende investeringsopportuniteiten alsnog winstgevend te maken. Deze politiek draagt op zijn beurt bij tot de maximalisatie van de marktwaarde van de onderneming.

Tabel 10: Kan de financieringswijze de investeringsbeslissing wijzigen ?

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Altijd	1	1,0%
Soms	51	48,6%
Nooit	45	42,9%
Geen mening	8	7,6%
Totaal	105	

[3] Voorwaarde voor een positieve werking van de financiële hefboom is dat het rendement van de totale activa (waarvoor de financiering wordt aangegaan) groter is dan de gemiddelde rentevoet verbonden aan de opgenomen schulden.

[4] Hiermee worden de liquide middelen bedoeld die overblijven nadat alle projecten met een positieve netto contante waarde werden uitgevoerd.

Uit tabel 10 leiden we af dat ongeveer de helft van de respondenten de interactie tussen de investerings- en financieringsbeslissing erkent. Toch beweert 42,9% dat de financieringsvorm geen wijziging kan veroorzaken in de investeringsbeslissing.

4.2. Niet-interestgebonden belastingvoordelen

We moeten er evenwel rekening mee houden dat er niet alleen aan interesten belastingvoordelen verbonden zijn. Ook de niet-interestgebonden belastingvoordelen, zoals afschrijvingen bijvoorbeeld, kunnen een belangrijke rol spelen in de interactie tussen de investerings- en financieringsbeslissing.

In de enquête sneden we dit onderwerp aan met de volgende vraag:

> *"Indien de niet-interestgebonden belastingvoordelen toenemen, gaat u uw financieringspolitiek dan richten op meer eigen vermogen of op meer vreemd vermogen ?"*

Volgens DeAngelo en Masulis (1980) zal een toenemende invloed van de niet-interestgebonden belastingvoordelen leiden tot een daling van de schuldratio omdat het relatieve belang van de interestaftrek teniet wordt gedaan.

Tabel 11: Invloed van niet-interestgebonden belastingvoordelen op de kapitaalstructuur

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Meer eigen vermogen	58	62,4%
Meer vreemd vermogen	35	37,6%
Totaal	93	

Uit de resultaten van de enquête (zie Tabel 11) blijkt dat een meerderheid van de ondervraagden hun financieringspolitiek inderdaad zouden richten op het aanhouden van meer eigen vermogen. Hiermee wordt de redenering van de 'Static Trade Off' theorie bevestigd. Het toenemende belang van niet-interestgebonden belastingvoordelen laat minder ruimte om de interestbetalingen verbonden aan schuldfinanciering in mindering te brengen. Toch kan niet met zekerheid worden bepaald of het aantrekken van meer eigen vermogen is ingegeven door de daling van het voordeel van de interestaftrek. We stelden reeds eerder vast (zie Tabel 9) dat de interestgebonden belastingvoordelen weinig of geen rol spelen bij de financieringsbeslissing.

Uit tabel 11 zouden we echter kunnen afleiden dat de niet-interestgebonden belastingvoordelen wél invloed uitoefenen op de financieringspolitiek. Of dit ook zo is, proberen we te achterhalen aan de hand van de volgende vraag:

> *"In welke mate houdt u rekening met deze niet-interestgebonden belastingvoordelen bij uw keuze tussen eigen vermogen en vreemd vermogen ?"*

De vaststelling dat een grote meerderheid ook deze belastingvoordelen slechts middelmatig tot niet belangrijk vindt (zie Tabel 12), is consistent met de observatie van Miller (1977). Ondanks de vele wijzigingen in de belastingvoeten zijn de schuldratio's van de Amerikaanse ondernemingen over de tijd relatief stabiel gebleven. Blijkbaar zijn ondernemingen niet geneigd of niet in staat om snel in te spelen op de fiscale mogelijkheden die hen geboden worden. Bovendien komt het opnemen van bijkomende schulden, om te genieten van de interestaftrek, de financiële flexibiliteit zeker niet ten goede.

Tabel 12: Belang van niet-interestgebonden belastingvoordelen

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Niet belangrijk	25	24,0%
Weinig belangrijk	29	27,9%
Middelmatig belangrijk	31	29,8%
In grote mate belangrijk	19	18,3%
Doorslaggevend	0	0,0%
Totaal	104	

Om andere potentiële determinanten van de kapitaalstructuurpolitiek te achterhalen, gaan we in de volgende afdeling na welke volgens de respondenten de gevolgen zijn van schuldfinanciering.

5. Effecten verbonden aan het gebruik van schuldfinanciering

Het belang en de impact van de verschillende kapitaalstructuurtheorieën komt vaak het best naar voor indien wordt gevraagd de relevante factoren van de betreffende theorieën naar waarde te geschatten. In onze enquête vragen we de financiële verantwoordelijken naar hun opinie m.b.t. het belang van een tiental mogelijke effecten verbonden aan schuldfinanciering:

* interesten zijn een vaste kasuitgave ;
* vaste aflossingsverplichtingen ;
* verhoogde kans op financiële moeilijkheden ;
* beperkingen opgelegd door kredietverschaffers ;
* inmenging van kredietverschaffers in het beleid ;
* informatieverplichting t.o.v. kredietverschaffers ;
* verhogen van de rendabiliteit van het eigen vermogen ;
* verlaging van de kost van de financieringsmix ;
* versnellen van de groei van de onderneming ;
* snelheid om over nieuwe financieringsmiddelen te beschikken .

Eerst wordt de keuze van de weerhouden effecten kort toegelicht. Voor een meer uitgebreide en theoretische argumentatie rond het belang van deze determinanten van de kapitaalstructuur verwijzen we naar Durinck et al. (1995).

Volgens de redenering van Jensen (1986), die de 'Free Cash Flow' theorie introduceerde, kan een vast aflossingsplan van schulden en interesten de belangenconflicten tussen de aandeelhouders en de ondernemingsleiders reduceren. Door het aangaan van schulden verbindt men zich tot een periodieke vaste uitgave die de managers moet disciplineren. In de enquête peilden we naar het belang van zowel de interestbetalingen als de kapitaalaflossingen.

De vraag in verband met de verhoogde kans op financiële moeilijkheden peilt naar het belang van een toenemend risico als gevolg van bijkomende schuldfinanciering. Aan de hand van dit effect willen we nagaan in welke mate de 'Static Trade Off' theorie kan aangewend worden ter verklaring van de samenstelling van de kapitaalstructuur. We merken evenwel op dat niet enkel de kans, maar zeker ook de kosten verbonden met dreigende financiële moeilijkheden de financieringspolitiek kunnen beïnvloeden (Cools, 1990).

De vragen in verband met de beperkingen opgelegd door de kredietverschaffers, de inmenging van de kredietverschaffers in het beleid en de informatieverplichting t.o.v. de kredietverschaffers werden ons ingegeven door de 'Agency Cost' theorie. Daarin wordt namelijk gesteld dat door de tegengestelde belangen tussen aandeelhouders en schuldeisers investeringsbeslissingen zullen worden genomen die het belang van de schuldeisers benadelen. Enerzijds wordt door het aangaan van bijkomende schulden de zoektocht naar winstgevende investeringen afgezwakt, wat voor de schuldeisers

een daling inhoudt van de waarde van hun tegoeden (Myers, 1977). Anderzijds zullen meer risicovolle projecten worden uitgevoerd, met als gevolg dat de kans op tegenslag toeneemt en de schuldeisers hun kapitaal moeilijker kunnen recupereren (Jensen en Meckling, 1976). De schuldeisers kunnen deze politiek anticiperen door zich in te dekken en bijkomende zekerheden af te dwingen (hypotheken, ...) of door zich te mengen in het investerings- en financieringsbeleid.

De rubrieken 'rendabiliteit van het eigen vermogen verhogen' en 'verlaging kost financieringsmix' hebben beide betrekking op de mogelijke voordelen verbonden aan schuldfinanciering. Eerst via de werking van de financiële hefboom en vervolgens via de samenstelling van de financieringsmix die de kapitaalkost van de onderneming minimaliseert. Volgens Modigliani en Miller (1958) mogen we hier geen positieve resultaten verwachten. Zij toonden namelijk aan dat de waarde van een onderneming onafhankelijk is van de kapitaalstructuur en enkel bepaald wordt door de winstgevendheid van de ingezette activa[5]. Bovendien is volgens hen de kapitaalkost constant en enkel afhankelijk van de risicoklasse waartoe de onderneming behoort.

Vaak doen ondernemingen beroep op bijkomende schulden om hun groei blijvend te kunnen financieren. Ondanks de winstgevendheid zijn de interne middelen meestal onvoldoende om het hoofd te bieden aan de vele investeringsprojecten. Aan de hand van deze vraag willen we nagaan of in dergelijke situaties de gunstige vooruitzichten worden aangewend om vlot vreemd vermogen te verkrijgen of om gebruik te maken van een mogelijke overwaardering op de kapitaalmarkt door het uitschrijven van nieuw eigen vermogen.

Met de vraag naar de snelheid om over nieuwe middelen te beschikken wordt het vraagstuk van de flexibiliteit van een onderneming aangehaald. Met financiële flexibiliteit bedoelen we zowel de mogelijkheid om bijkomende financiële middelen aan te trekken als om overbodige middelen af te stoten. We willen hier vooral nagaan in welke mate op schuldfinanciering beroep wordt gedaan om snel aan een bepaalde financieringsbehoefte tegemoet te komen.

Tabel 13 vat de resultaten samen. Als eerste merken we op dat geen enkele van de vermelde effecten een doorslaggevende rol blijkt te spelen bij de financieringsbeslissing. Wel worden heel wat factoren als redelijk tot zeer belangrijk beschouwd. In wat volgt belichten we de meest opvallende resultaten.

[5] Deze stelling geldt enkel onder welbepaalde hypothesen. Zo wordt er abstractie gemaakt van zowel vennootschaps- als personenbelastingen.

Tabel 13: Effecten verbonden aan schuldfinanciering

	niet belangrijk	weinig belangrijk	redelijk belangrijk	zeer belangrijk	doorslag-gevend	Totaal	Score (*)
interest als vaste kasuitgave	8 7,8%	18 17,5%	29 28,1%	44 42,7%	4 3,9%	103	3,174 (5)
verplichte aflossingen	12 11,7%	29 28,2%	36 34,9%	23 22,3%	3 2,9%	103	2,765 (9)
financiële moeilijkheden	14 13,5%	20 19,2%	17 16,4%	41 39,4%	12 11,5%	104	3,162 (6)
beperkingen kredietverschaffers	15 14,4%	23 22,1%	28 26,9%	29 27,9%	9 8,7%	104	2,944 (8)
inmenging kredietverschaffers	15 14,3%	29 27,6%	18 17,1%	23 21,9%	20 19,1%	105	3,039 (7)
informatie verplichting	24 22,8%	40 38,1%	26 24,8%	11 10,5%	4 3,8%	105	2,344 (10)
rendabiliteit eigen vermogen verhogen	5 4,8%	9 8,6%	28 26,7%	49 46,6%	14 13,3%	105	3,55 (2)
verlaging kost financieringsmix	11 10,5%	11 10,5%	32 30,5%	48 45,7%	3 2,8%	105	3,198 (4)
groei van de ondernerneming versnellen	6 5,7%	5 4,8%	20 19,0%	63 60,0%	11 10,5%	105	3,648 (1)
snelheid om over nieuw middelen te beschikken	6 5,8%	15 14,4%	34 32,7%	43 41,3%	6 5,8%	104	3,269 (3)

(*) De score van de betreffende rubriek werd berekend door de percentages horende bij de beoordelingen 'doorslaggevend' tot 'niet belangrijk' te vermenigvuldigen met respectievelijk 5 tot 1.

Bij het opnemen van schulden speelt de mogelijkheid om de groei van de onderneming te versnellen bij 60% van de respondenten een zeer belangrijke rol. Ook uit de enquête-resultaten van Pinegar en Wilbricht (1989) blijkt dit een van de belangrijkste factoren te zijn bij de financiële planning van de onderneming.

De rol van de financiële hefboomwerking en de kost van de financieringsmix nemen in de rangorde respectievelijk de tweede en vierde plaats in. Als derde belangrijke effect verbonden aan schuldfinanciering komt de snelheid om over nieuwe financieringsmiddelen te beschikken.

De positieve invloed van schuldfinanciering in de vorm van de interest als een vaste kasuitgave en de aflossingsverplichtingen wordt respectievelijk als zeer belangrijk (42,7%) en redelijk belangrijk (34,9%) ervaren. Aangezien we reeds eerder konden vaststellen dat de fiscale voordelen die met interestbetalingen samengaan weinig of geen rol spelen, mogen we hier besluiten dat er inderdaad een positief disciplinerend effect verbonden is aan de financiering met vreemd vermogen. Bovendien blijkt de disciplinerende werking van de periodieke interestbetalingen van groter belang dan die van de vaste aflossingsverplichting. Dit laatste effect vinden we in de rangorde slechts op de negende plaats.

Dat bijkomende schulden de kans op financiële moeilijkheden kunnen verhogen, wordt door 39,4% van de respondenten erkend en als zeer belangrijk beschouwd bij de financieringsbeslissing. Wel valt op dat de meningen wat dit effect betreft verder gelijk verdeeld zijn.

De invloed van de kredietverschaffers speelt bij de financieringsbeslissing vooral een rol door hun inmenging in het beleid van de onderneming. Op basis van de berekende scores mogen we echter besluiten dat zowel de beleidsinmenging, de opgelegde beperkingen als de informatieverplichting ten opzichte van de kredietverschaffers globaal als minder belangrijk worden beschouwd.

6. Kosten van schulden versus aandelen

6.1. Kosten verbonden aan schuldfinanciering

Aan het financieren met schulden zijn naast interesten ook andere kosten verbonden.

De 'Agency Cost' theorie stelt dat omwille van het belangenconflict tussen aandeelhouders en managers meer schulden worden aangegaan dan in een situatie van perfecte informatie. De managers beschikken namelijk over meer informatie m.b.t. de investeringen en zijn ook eerder geneigd om projecten uit te voeren waar ze persoonlijk voordeel bij hebben. Indien schuldfinanciering enkel mogelijk is tegen een te hoge prijs kan zo voorbij worden gegaan aan investeringen met een positieve netto contante waarde. Ook de toezichts- en controlekosten die gepaard gaan met de opvolging van de financieringsovereenkomst kunnen als agency kosten worden beschouwd.

Volgens de 'Pecking Order' theorie wordt bij de keuze van de financieringswijze een bepaalde volgorde gehanteerd. Interne middelen krijgen de voorkeur, daarna wordt beroep gedaan op schulden en pas in laatste instantie wordt nieuw aandelenkapitaal aangewend. De kapitaalstructuur weerspiegelt volgens deze theorie de cumulatieve financieringsbehoefte van een onderneming. We peilen naar de relevantie hiervan in de praktijk.

Een te hoge schuldratio kan leiden tot verlies aan controle omdat de invloed van de schuldeisers te toonaangevend wordt. Het beleid is dan zo intensief gericht op het voldoen van de verplichtingen t.o.v. de kredietverschaffers dat voorbij wordt gegaan aan de werkelijke noden van de onderneming.

Ross (1977) was de eerste om aan de kapitaalstructuur een signaalfunctie te verbinden. Volgens hem kan het agency vraagstuk en het probleem van

asymmetrische informatie gedeeltelijk worden opgelost door de informatie te benutten die in de kapitaalstructuur van een onderneming vervat ligt. Nochtans brengt het aangaan van schulden, om het vertrouwen in de toekomst aan te tonen [6], bijkomende kosten met zich mee. Deze kunnen als agency kosten worden beschouwd. Indien men een ander kanaal zou verkiezen om de nodige informatie aan de schuldeisers mee te delen, dan zijn daar eveneens kosten aan verbonden.

De rol van de genoemde additionele kosten, die in de verschillende kapitaalstructuurtheorieën veelvuldig wordt beklemtoond, onderzoeken we met de vraag:

> *"Aan het financieren met schulden zijn buiten interesten additionele kosten verbonden. In welke mate hecht u belang aan de volgende types van kosten bij het aangaan van bijkomend vreemd vermogen."*

De bedoelde kosten zijn: het verlies aan opportuniteiten door beperkende clausules, de toezichtskosten en/of controlekosten, de uitgiftekosten, het verlies aan controle en de kosten om relevante informatie over te brengen naar schuldeisers.

Tabel 14: Additionele kosten verbonden aan schuldfinanciering

	Niet belangrijk	Weinig belangrijk	Redelijk belangrijk	zeer belangrijk	Doorslag-gevend	Totaal	Score (*)
Verlies aan opportuniteiten door beperkende clausules	11 10,8%	22 21,5%	27 26,5%	35 34,3%	7 6,9%	102	3,05 (2)
Toezichtskosten en/of controlekosten	19 18,6%	37 36,3%	31 30,4%	14 13,7%	1 1,0%	102	2,422 (4)
Uitgiftekosten	16 15,8%	38 37,6%	34 33,7%	13 12,9%	0 0,0%	101	2,437 (3)
Verlies aan controle	14 14%	23 23%	14 14%	34 34%	15 15%	100	3,13 (1)
Kosten om relevante informatie over te brengen naar schuldeisers	25 24,8%	47 46,5%	23 22,8%	6 5,9%	0 0,0%	101	2,098 (5)

(*) De score werd berekend door de percentages horende bij de rubrieken 'doorslaggevend' tot 'niet belangrijk' respectievelijk met 5 tot 1 te vermeningvuldigen.

Bij het bekijken van de resultaten in tabel 14 valt op dat ruim één derde van de respondenten de kosten van het verlies aan controle en het verlies aan opportuniteiten door beperkende clausules als zeer belangrijk beschouwt. De uitgiftekosten, de kosten verbonden aan toezicht en controle en de kosten ten gevolge van het overbrengen van relevante informatie sluiten de rangschikking op basis van tabel 14 af.

[6] Net als Ross(1977) komen Lewis en Sappington (1995) tot een negatief verband tussen het aandeel eigen vermogen en de perceptie van produktiviteit.

6.2. Kosten verbonden aan aandelenkapitaal

Op basis van tabel 8 konden we vaststellen dat bijna de helft van de respondenten aandelenkapitaal als de goedkoopste financieringsvorm beschouwt. Toch zijn aan eigen vermogen eveneens belangrijke agency kosten verbonden. Daarom peilden we ook hier naar de relevantie van een vijftal factoren, namelijk de toezichtskosten, de informatiekosten, de uitgiftekosten, het verlies aan controle en het dilutie-effect. De vraag die we stelden luidt alsvolgt:

> *"Aan de uitgifte van extern aandelenkapitaal zijn kosten verbonden. In welke mate vindt u volgende kosten belangrijk bij het uitgeven van nieuw extern aandelenkapitaal ?"*

Om de potentiële aandeelhouders te bewegen om in de onderneming te investeren, zullen de managers inspanningen leveren om de winstgevendheid van hun projecten aan te tonen. Ook na toezegging van de financiële middelen houden de aandeelhouders blijvend toezicht op de beslissingen van de managers. Deze laatste zullen op hun beurt geregeld hun beleid moeten verantwoorden om aan te tonen dat ze hebben gehandeld in het belang van de aandeelhouders. Deze procedures zijn toe te schrijven aan het agency probleem tussen aandeelhouders en managers.

Baskin (1989) vermeldt nog drie bijkomende directe kosten die verbonden zijn aan aandelenkapitaal: uitgiftekosten, verlies aan controle en het dilutie-effect. Volgens hem dragen deze factoren bij tot de volgorde die in de 'Pecking Order' theorie wordt afgeleid.

Met het dilutie-effect wordt bedoeld dat door het toenemend aantal aandeelhouders de efficiëntie en effectiviteit van hun toezicht verzwakt. Dit maakt de weg vrij voor agency problemen zodat het gevoerde beleid niet langer de oorspronkelijke ondernemingsdoelstelling dient, namelijk de maximalisatie van de marktwaarde van het aandelenkapitaal. De uiteindelijke gevolgen hiervan worden door de aandeelhouders gedragen.

Uit tabel 16 blijkt vooral het verlies aan controle een belangrijke rol te spelen wanneer overwogen wordt om nieuw aandelenkapitaal aan te trekken. De rangorde wordt vervolledigd door respectievelijk het dilutie-effect, de toezichtskosten, de uitgiftekosten en de informatiekosten. We zien dat telkens één derde van de respondenten deze effecten weinig belangrijk vindt. Toch mogen we de percentages bij "redelijk belangrijk" niet negeren. Alhoewel het dilutie-effect, de toezichtskosten, de uitgiftekosten en de informatiekosten niet van doorslaggevende aard blijken te zijn bij de beslissing om al dan niet bijkomend aandelenkapitaal aan te trekken, mogen we toch stellen dat deze elementen de financieringsbeslissing kunnen beïnvloeden.

Tabel 16: Kosten verbonden aan aandelenkapitaal

	Niet belangrijk	Weinig belangrijk	Redelijk belangrijk	Zeer belangrijk	Doorslag-gevend	Totaal	Score (*)
Toezichtskosten	17 19,6%	27 31,0%	25 28,7%	17 19,6%	1 1,1%	87	2,516 (3)
Informatiekosten	17 19,6%	31 35,6%	23 26,4%	14 16,1%	2 2,3%	87	1,961 (5)
Uitgiftekosten	14 16,5%	31 36,5%	25 29,4%	15 17,6%	0 0,0%	85	2,481 (4)
Verlies aan controle	15 17,9%	15 17,9%	14 16,6%	29 34,5%	11 13,1%	84	3,07 (1)
Dilutie-effect	12 16,4%	24 32,9%	16 21,9%	17 23,3%	4 5,5%	73	2,686 (2)

(*) De score werd berekend door de percentages van de rubrieken 'doorslaggevend' tot 'niet belangrijk' respectievelijk met 5 tot 1 te vermenigvuldigen.

7. Diverse bepalende factoren bij de kapitaalstructuurbeslissing

In deze afdeling gaan we na wat de invloed is van respectievelijk de kapitaalstructuur van de concurrenten, de kostenstructuur en de impliciete rechten op de kapitaalstructuurbeslissing van een onderneming.

7.1 De kapitaalstructuur van de concurrenten

Ooghe en De Groote (1983) kwamen op basis van een clusteranalyse tot het besluit dat de financiële structuur van een onderneming niet onderhevig is aan enige sectoriële invloed.

Het is echter niet denkbeeldig dat kredietverschaffers de financiële positie van een te evalueren onderneming vergelijken met die van concurrerende bedrijven. Deze vergelijking kan bijdragen tot een meer gefundeerde perceptie van het geanticipeerde risico. Ondernemingen zouden er volgens deze redenering belang bij hebben om zich op het vlak van financieringsbeslissingen te spiegelen aan de meest toonaangevende bedrijven uit de sector. In de enquête gaan we na in hoeverre de financiële politiek van de concurrentie bepalend is voor de eigen kapitaalstructuurbeslissingen.

Tabel 17: De kapitaalstructuur van de concurrenten

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Niet belangrijk	44	42,3%
Weinig belangrijk	29	27,9%
Middelmatig belangrijk	22	21,1%
In grote mate belangrijk	9	8,7%
Doorslaggevend	0	0,0%
Totaal	104	

Het is op basis van tabel 17 duidelijk dat de kapitaalstructuur van de concurrenten in de ogen van onze respondenten weinig (27,9%) of geen (42,3%) invloed heeft op de financieringsbeslissing van een onderneming.

Deze vaststelling stelt ons echter voor een andere mogelijkheid. Indien een onderneming zich bij de financieringsbeslissing niet laat leiden door de politiek van de concurrrentie, is het dan mogelijk dat men aan de hand van de samenstelling van de kapitaalstructuur een competitief voordeel probeert te creëren ? We stelden daarom de vraag:

> *"Streeft uw onderneming ernaar om op vlak van haar financiële structuur een competitief voordeel te creëren ?"*

De resultaten weergegeven in tabel 18 bevestigen onze redenering. Ruim twee derde van de respondenten beantwoordde onze vraag positief.

Tabel 18: Het creëren van een competitief voordeel d.m.v. van de kapitaalstructuur

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Ja	72	67,9%
Neen	34	32,1%
Totaal	106	

De vraag is nu echter welke factoren dit competitief voordeel bepalen of beïnvloeden, zodanig dat het beleid er effectief kan op afgestemd worden. In de enquête leggen we een drietal aspecten voor die de concurrentiële positie van de onderneming kunnen bevorderen: het financieren tegen een lagere kapitaalkost, het wekken van vertrouwen bij klanten en leveranciers aan de hand van een sterke financiële structuur en het streven naar financiële onafhankelijkheid. Aan de respondenten werd gevraagd om het belang ervan aan te duiden.

Het financieren tegen een lagere kapitaalkost[7] behoort tot de fundamentele doelstellingen van de financiële theorie. Een lagere kapitaalkost betekent namelijk meer investeringsopportuniteiten met positieve netto contante waarde, wat op zijn beurt leidt tot een stijging van de marktwaarde van de onderneming.

Het nastreven van een sterke financiële positie om vertrouwen uit te stralen naar de klanten en leveranciers toe, past volledig in de 'Signalling' theorie die Ross (1977) introduceerde. Ook de 'Stakeholder' theorie erkent de signaalfunctie van de kapitaalstructuur. Titman (1984) en Cornell en Shapiro (1987) stellen dat door de positieve verwachtingen van de belanghebbenden de waarde van de impliciete rechten[8] die ze aanhouden stijgt, zodanig dat die nu tegen een hogere prijs kunnen verkocht worden.

Het behoud van financiële flexibiliteit en onafhankelijkheid ligt aan de basis van de 'Pecking Order' theorie. Door investeringen zoveel mogelijk met intern gegenereerde middelen te financieren, wordt gepoogd de macht in eigen handen te houden teneinde het beleid autonoom te kunnen bepalen.

Tabel 19: Competitieve voordelen van de kapitaalstructuur

	Niet belangrijk	Weinig belangrijk	Redelijk belangrijk	Zeer belangrijk	Doorslag-gevend	Totaal	Score (*)
Doorlopend financieren aan een lagere kapitaalkost	0 0,0%	2 2,8%	24 33,3%	42 58,3%	4 5,6%	72	3,667 (3)
Sterke financiële positie tonen (vertrouwen naar klanten en leveranciers toe)	0 0,0%	3 4,1%	10 13,7%	50 68,5%	10 13,7%	73	3,918 (1)
Streven naar financiële onafhankelijkheid	1 1,4%	4 5,5%	14 19,2%	39 53,4%	15 20,5%	73	3,861 (2)

(*) De score werd berekend door de percentages van de rubrieken 'doorslaggevend' tot 'niet belangrijk' respectievelijk met 5 tot 1 te vermenigvuldigen.

Uit tabel 19 leiden we af dat de financiële verantwoordelijken deze competitieve voordelen als zeer belangrijk erkennen. Het tonen van een sterke financiële positie komt op de eerste plaats. Daarna volgen respectievelijk het streven naar financiële onafhankelijkheid en het doorlopend financieren aan een lagere kapitaalkost.

Deze resultaten bevestigen de relevantie van elementen uit zowel de 'Pecking Order', de 'Stakeholder' als de 'Signalling' theorie.

[7] De kapitaalkost wordt berekend overeenkomstig de samenstelling van het passief. Een correctere benaming is daarom: de gewogen gemiddelde kapitaalkost.

[8] Voorbeelden van impliciete rechten zijn: klanten die rekenen op een dienst na verkoop en onderhoud, leveranciers die een vlotte opvolging en continuïteit van hun contracten verwachten, ...

7.2. De kostenstructuur

De kostenstructuur heeft een invloed op de werking van de operationele hefboom en kan een bepalend element zijn voor de verhouding eigen versus vreemd vermogen.

De werking van de operationele hefboom heeft tot gevolg dat een verandering in de omzet wordt overgezet op het bedrijfsresultaat overeenkomstig de kostenstructuur [9]. Deze wijziging in het bedrijfsresultaat zal via de werking van de financiële hefboom op versterkte wijze een verandering in het netto resultaat na belastingen veroorzaken.

Een eerste vraag die in verband met de kostenstructuur werd gesteld, is:

> *"Houdt u bij uw beslissing eigen vermogen versus vreemd vermogen rekening met uw kostenstructuur ?"*

Indien de onderneming gekenmerkt wordt door een groot deel vaste kosten, en als de ondernemingsresultaten onderhevig zijn aan hevige fluctuaties, dan is het niet denkbeeldig dat aflossingen van de schuldenlast moeilijker of zelfs niet te realiseren zijn.

Tabel 20: Invloed van de kostenstructuur op de financieringsbeslissing

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Ja	47	44,3%
Neen	59	55,7%
Totaal	106	

Op basis van tabel 20 moeten we evenwel besluiten dat slechts 44,3% van de respondenten met de kostenstructuur rekening houdt bij het nemen van een financieringsbeslissing. Blijkbaar wordt de samenhang tussen de operationele en financiële hefboomwerking niet erkend of is de invloed ervan minimaal. We stellen hieromtrent nog een meer directe vraag:

> *" Gaat u akkoord met de volgende uitspraak :*
> *Als de vaste bedrijfskosten in verhouding tot de totale bedrijfskosten toenemen, dan is het aangewezen relatief meer eigen vermogen op te nemen dan vreemd vermogen . "*

Door een toenemend belang van de vaste bedrijfskosten wordt het bedrijfsresultaat gevoeliger voor wijzigingen in de omzet. Onder deze omstandigheden wordt

[9] Bij een omzetstijging zal de winsttoename groter zijn naarmate het aandeel van de vaste kosten aanzienlijker is. Bij een omzetdaling geldt het omgekeerde.

bijkomend vreemd vermogen om twee redenen minder aantrekkelijk. Enerzijds verhoogt de kans dat er onvoldoende ruimte is om de volledige interestlasten van de verschuldigde belastingen af te trekken. Anderzijds is het mogelijk dat, in geval van geringe winstgevendheid, de aflossingsverplichtingen leiden tot langdurige financiële moeilijkheden.

Tabel 21: Meer vaste kosten geeft aanleiding tot lagere schuldratio

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Akkoord	56	53,8%
Niet akkoord	18	17,3%
Geen mening	30	28,9%
Totaal	104	

Uit tabel 21 blijkt dat 53,8% erkent dat een toename van het relatieve aandeel vaste kosten aanleiding geeft tot een lagere schuldratio. Door een stijging van de vaste kosten wordt het ondernemingsresultaat gevoeliger voor wijzigingen in de omzet, waardoor het bedrijfsrisico toeneemt. In dergelijke situaties lijkt eigen vermogen de voorkeur te krijgen boven vreemd vermogen. Opmerkelijk is wel dat een kleine 30% van de respondenten hieromtrent geen mening blijkt te hebben.

7.3. Impliciete rechten

Volgens de 'Stakeholder' theorie spelen ook de impliciete rechten een belangrijke rol bij de bepaling van de kapitaalstructuur.

Via de kapitaalstructuur kan aan de belanghebbenden namelijk een beeld gegeven worden van de betrouwbaarheid en de subjectieve waarde van een onderneming. Daar dit leidt tot vertrouwen bij de stakeholders, kunnen de impliciete rechten tegen een hogere prijs verkocht worden.

Of, en in welke mate, deze impliciete rechten in de praktijk een rol spelen bij financieringsbeslissingen, wordt nagegaan met de vraag:

> *"In welke mate hecht u belang aan deze impliciete rechten bij uw keuze tussen eigen vermogen of vreemd vermogen ?"*

Zoals blijkt uit tabel 22 vindt het overgrote deel van de ondervraagden de impliciete rechten van minder belang. De percentages horende bij de rubrieken niet tot middelmatig belangrijk bedragen respectievelijk 33,3%, 31,3% en 32,3%.

Tabel 22: Belang van impliciete rechten

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Niet belangrijk	32	33,3%
Weinig belangrijk	30	31,3%
Middelmatig belangrijk	31	32,3%
In grote mate belangrijk	3	3,1%
Doorslaggevend	0	0,0%
Totaal	96	

Toch bleek uit een empirische studie van Barton, Hull en Sundaram (1989) dat de 'Stakeholder' theorie een intuïtieve aantrekkingskracht heeft om het gedrag van ondernemingen te verklaren. Daarom willen we, evenwel op een meer indirecte manier, verder toetsen naar de rol van deze impliciete rechten.

Om de impliciete rechten, die betrekking hebben op de toekomst, vandaag tegen een hogere prijs te kunnen verkopen, baseert men zich op de signaalfunctie van de kapitaalstructuur. Dit signaal kan men op twee manieren tot stand brengen. Enerzijds kan men stellen dat door een toename van het eigen vermogen blijkt dat de aandeelhouders blijvend in de onderneming willen investeren. Anderzijds duidt een toename van het vreemd vermogen op vertrouwen in de toekomst, aangezien men zich verbindt tot aflossingsverplichtingen. Voor welke mogelijkheid de respondenten zouden opteren, achterhalen we met de volgende vraag:

> *" Indien de impliciete rechten aan belang winnen, gaat u uw financiële politiek dan richten op meer eigen vermogen of op meer vreemd vermogen ? "*

De respons op deze meer indirecte vraag duidt op een toegenomen relevantie van de impliciete rechten met betrekking tot kapitaalstructuurbeslissingen.

Tabel 23: Invloed van de impliciete rechten op de schuldratio

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Meer eigen vermogen	67	82,7%
Meer vreeemd vermogen	14	17,3%
Totaal	81	

Opmerkelijk is dat in tabel 22 bijna alle respondenten het belang van de impliciete rechten heel gering vonden, terwijl we op de vraag naar de invloed ervan op de kapitaalstructuur (zie Tabel 23) toch 81 antwoorden ontvingen. Bovendien duidt

82,7% dezelfde keuze aan, namelijk meer eigen vermogen. Teneinde een gunstige waardering van de impliciete rechten te bewerkstelligen pogen financiële verantwoordelijken een positief signaal te geven. Hiertoe hanteert men een sterke financiële structuur door het opnemen van meer eigen vermogen.

8. Financieringshiërarchie

Volgens de 'Pecking Order' theorie van Myers (1993) worden de verscheidene financieringsvormen door de ondernemingen in een bepaalde volgorde aangewend. Deze volgorde komt tot stand omwille van problemen van asymmetrische informatie. Ondernemingsleiders kennen namelijk beter de interne werking en financiële toestand van de onderneming dan potentiële investeerders. Dit leidt ertoe dat deze laatste een groter risico anticiperen, waardoor ze ook een hogere vergoeding eisen voor het ter beschikking gestelde kapitaal. Aan de hand van deze asymmetrie komt Myers tot de volgende 'Pecking Order': de voorkeur gaat uit naar interne financiering, dan naar vreemd vermogen en tot slot naar aandelenkapitaal. De kosten van deze financieringsmogelijkheden variëren van niet tot zeer gevoelig voor asymmetrische informatie (Kemna et al., 1994, blz.102).

Naast de hypothese van asymmetrische informatie gaat de 'Pecking Order' theorie er eveneens van uit dat de gevoerde dividendpolitiek zeer moeilijk te wijzigen is (Myers, 1993, blz.7). Ook in heel wat empirische studies komt een hoge seriële correlatie naar voor tussen de dividenduitkeringen van opeenvolgende jaren, wat erop wijst dat de dividendpolitiek over het algemeen stabiel is (zie bijvoorbeeld Baskin, 1989, blz.31). Deze bijkomende hypothese beperkt de keuzemogelijkheden bij financieringsbeslissingen en draagt bij tot de rangorde die in de 'Pecking Order' theorie wordt afgeleid.

Met deze theorie kan men belangrijke facetten van het ondernemingsgedrag theoretisch verklaren. Of de financieringsvormen in de praktijk daadwerkelijk volgens een bepaalde volgorde worden gehanteerd, moet blijken uit de antwoorden op deze vraag:

> *" Hieronder vindt u een alfabetisch gerangschikte lijst van mogelijke financieringsmiddelen* (zie Tabel 25). *Heeft u bij uw financieringspolitiek in het verleden deze financieringsvormen in een bepaalde volgorde aangewend ? "*

Tabel 24 toont dat ruim twee derde zich bij het eerste deel van de 'Pecking Order' theorie aansluit: er wordt bij de keuze van een financieringsvorm inderdaad een bepaalde volgorde gerespecteerd.

Tabel 24: Wordt bij de financieringspolitiek een bepaalde volgorde gehanteerd ?

	Aantal ondernemingen	Procentuele verdeling
Ja	72	67,9%
Neen	34	32,1%
Totaal	106	

Of deze volgorde overeenstemt met de theoretische, kunnen we afleiden aan de hand van de volgende tabel. Er werd aan de respondenten gevraagd om aan te geven welke plaats de vermelde financieringsmiddelen in hun rangorde innemen.

De financieringshiërarchie die we op basis van de scores uit tabel 25 kunnen opstellen, is de volgende:

1) aanwezige liquiditeiten ;
2) ingehouden winsten ;
3) gewone schulden ;
4) gewone aandelen ;
5) dividend payout ratio verlagen ;
6) achtergestelde lening ;
7) converteerbare schulden ;
8) warantlening .

Tabel 25: Rangschikking van enkele financieringsvormen

	1° orde	2° orde	3° orde	4° orde	Totaal	Score (*)
aanwezige liquiditeiten	58 81,7%	10 14,1%	1 1,4%	2 2,8%	71	3,747 (1)
achtergestelde lening	3 11,1%	6 22,2%	9 33,3%	9 33,3%	27	2,109 (6)
converteerbare schulden	0 0%	0 0%	4 25%	12 75%	16	1,25 (7)
dividend payout ratio verlagen	2 8%	9 36%	4 16%	10 40%	25	2,12 (5)
gewone aandelen	6 20,7%	8 27,6%	3 10,3%	12 41,4%	29	2,276 (4)
gewone schulden	17 30,4%	20 35,7%	11 19,6%	8 14,3%	56	2,822 (3)
ingehouden winsten	26 44,0%	23 39,0%	7 11,9%	3 5,1%	59	3,219 (2)
warrantlening	0 0,0%	0 0,0%	2 18,2%	9 81,8%	11	1,182 (8)

(*) De score werd berekend door de percentages horende bij de 1° tot 4° orde te vermenigvuldigen met respectievelijk 4 tot 1.

De rangorde wordt aangevoerd door respectievelijk de aanwezige liquiditeiten, de ingehouden winsten, gewone schulden en gewone aandelen. Deze volgorde stemt overeen met de hiërarchie die in de 'Pecking Order' theorie wordt afgeleid. Het verlagen van de dividend payout ratio vinden we in onze resultaten op de vijfde plaats. Bij 40% van de respondenten wordt deze financieringsvorm in 4° orde gerangschikt, wat er op wijst dat de dividendpolitiek inderdaad weinig wordt gewijzigd (zie ook G-Bulletin, 1992, blz.16). De laatste drie financieringsvormen uit de rangorde, namelijk de achtergestelde lening, converteerbare schulden en warrantlening, kunnen we als quasi eigen vermogen beschouwen. Deze drie financieringsvormen worden door de ondervraagde ondernemingen weinig gebruikt (zie ook Durinck et al., 1993, blz.20).

Besluit

In deze paper werden de resultaten besproken van een schriftelijke enquête bij financiële directeurs en verantwoordelijken financiering of financieel beheer. We gingen na hoe in de praktijk financieringsbeslissingen worden genomen en welke elementen van belang zijn bij de financieringskeuze eigen versus vreemd vermogen.

De schuldratio van de respondenten (106 in totaal) ligt in 34% van de gevallen boven de 70%. Een kleine 40% van de beschouwde ondernemingen wordt voor meer dan de helft met eigen vermogen gefinancierd. Deze schuldratio werd door de betreffende verantwoordelijken respectievelijk als te hoog en te laag beoordeeld. Ruim 60% van de ondervraagden beschouwt een schuldratio tussen 50 en 70% als optimaal.

Op basis van de perceptie van de financieringskost wordt aandelenkapitaal boven schuldfinanciering verkozen. Deze vaststelling gaat in tegen de opvattingen van de financiële theorie die onder andere wijst op de fiscale voordelen van interestbetalingen verbonden aan vreemd vermogen.

Het versnellen van de groei van de onderneming en het verhogen van de rendabiliteit van het eigen vermogen kwamen naar voor als belangrijkste effecten verbonden aan schuldfinanciering. Het belastingvoordeel van interestbetalingen op vreemd vermogen bleek weinig of geen invloed uit te oefenen op de kapitaalstructuurbeslissing. Wel vonden we in de enquête een bevestiging voor het disciplinerende aspect van de periodieke interestbetalingen. Dit is in overeenstemming met de 'Agency Cost' theorie. Schuldfinaniering krijgt eveneens de voorkeur indien dit bijdraagt tot een vermindering van de gewogen gemiddelde

kapitaalkost van de onderneming. Ongeveer de helft van de respondenten bevestigt dat een lagere kapitaalkost aanleiding kan geven tot meer gunstige investeringsopportuniteiten.

De financiële verantwoordelijken ervaren het verlies aan controle en opportuniteiten door de beperkende clausules evenwel als een belangrijk nadeel verbonden aan financiering met vreemd vermogen. Als invloedrijke neveneffecten van eigen vermogen worden eveneens het verlies aan controle en het dilutie-effect vermeld.

Andere diverse bepalende factoren bij de kapitaalstructuurbeslissing zijn de kapitaalstructuur van de concurrenten, de kostenstructuur en de impliciete rechten van belanghebbenden.

De financiële structuur van een onderneming blijkt niet onderhevig te zijn aan enige sectoriële invloed. Er wordt eerder gepoogd om aan de hand van de kapitaalstructuur een competitief voordeel te creëren door te streven naar een minimale kapitaalkost, financiële onafhankelijkheid en flexibiliteit.

Een kleine meerderheid van de respondenten stelt dat een toename van het relatieve aandeel vaste kosten aanleiding geeft tot een lagere schuldratio. Immers, ondernemingen die tegelijkertijd met een relatief hoog aandeel vaste kosten en veel schuldfinanciering werken, zullen bij kleine wijzigingen in de omzet een relatief grote verandering in de netto winst na belastingen ervaren.

Het overgrote deel van de ondervraagden vindt de invloed van impliciete rechten op de kapitaalstructuur verwaarloosbaar. Toch overweegt bijna 83% van de respondenten een verlaging van de schuldratio indien het belang van impliciete rechten toeneemt. Meer aandelenkapitaal blijkt voor de financiële verantwoordelijken - als signaal- overtuigender dan meer vreemd vemogen.

In de laatste afdeling werd gepeild naar een eventuele financieringshiërarchie. De rangschikking die uit de enquête naar voor komt bevestigt de theoretische 'Pecking Order' in ruime mate. Interne liquide middelen krijgen ruim de voorkeur. Doet men een beroep op vreemd vermogen, dan worden eerst de financieringsmiddelen met het laagste risico aangewend: eerst gewone schulden, daarna gewone aandelen. Het verlagen van de dividend payout ratio komt slechts op een vijfde plaats, wat wijst op een stabiele dividendpolitiek. De achtergestelde lening, converteerbare schulden en de warrantlening zijn financieringsvormen die door de ondervraagde ondernemingen weinig worden gebruikt.

Bibliografie

BARTON, S.L., HULL, N.C. en S. SUNDARAM (1989), "An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure", Financial Management vol.18, blz. 36-44.

BASKIN, J. (1989), "An empirical investigation of the Pecking Order Hypothesis", Financial Management vol. 18, blz.26-35.

COOLS, K. (1990), "Determinanten van de vermogenstructuur", Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie 64ste jaargang, blz. 368-377.

COOLS, K. (1993), "Capital Structure Choice - confronting (meta)theory, empirical test and executive opinions", Uitgeverij H. Gianotten B.V., 323 blz.

CORNELL, B. en A.C. SHAPIRO (1987), "Corporate Stakeholders and Corporate Finance", Financial Management vol.16, blz. 5-14.

DeANGELO, H. en R.W. MASULIS (1980), "Optimal capital structure under corporate and personal taxation", Journal of Financial Economics vol.8, blz. 3-29.

DURINCK, E., LAVEREN, E. en C. PAS (1993), "Organisatie en draagwijdte van de financiële functie: resultaten van een empirisch onderzoek", Working Paper 93-181, UFSIA - CBB, 50 blz.

DURINCK, E. en E. LAVEREN (1994), "De financiële evaluatie van investeringsprojecten in Belgische ondernemingen", in Strategisch Bekeken, MARTENS, R. en K. VANDENBEMPT (eds.), Mys & Breesch, Gent, 198 blz.

DURINCK, E., LAVEREN, E., VANDENBROUCKE, J. en P. BONTINCK (1995), "Determinanten van de kapitaalstructuur: een overzicht van theorie en empirie sinds Modigliani en Miller", Working Paper 95-223, UFSIA - DBE, 37 blz.

G-Bulletin, "Het dividendbeleid van de genoteerde Belgische ondernemingen in 1991", Bulletin van de Generale Bank, 1992 n°332, 17 blz.

HARRIS, M. en A. RAVIV (1991), "The Theory of Capital Structure", Journal of Finance vol.46, blz. 297-355.

HOMAIFAR, G., ZIETZ, J. en O. BENKATO (1994), 'An empirical model of capital structure: some new evidence", Journal of Business Finance & Accounting (January), blz. 1-14.

JENSEN, M.C. en W.H. MECKLING (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics vol.3, blz. 305-360.

JENSEN, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", American Economic Review vol.76, blz. 323-329.

KEMNA, A.G.Z., KLOEK, T. en A. PIETERSE (1994), "Een longitudinaal vermogensstructuuronderzoek van Nederlandse ondernemingen", in Financiering en Belegging, SOPPE, A.B.M., et al. (eds.), Erasmus Universiteit, Rotterdam, 248 blz.

LAVEREN, E. (1991), "Meer dan drie decennia denken over het vraagstuk van de optimale kapitaalstructuur", Economisch en Sociaal Tijdschrift vol.45, blz. 677-703.

LEWIS, T. en D. SAPPINGTON (1995), "Optimal capital structure in agency relationships", RAND Journal of Economics vol.26 n°3 (Autumn), blz. 343-361.

MASULIS, R.W. (1989), "The Debt/Equity Choice", Ballinger Publishing Company, Cambridge, 141 blz.

MILLER, M.H. (1977), "Debt and Taxes", Journal of Finance vol.32, blz. 261-275

MODIGLIANI, F. en M.H. MILLER (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review vol.48, blz. 261-297.

MODIGLIANI, F. en M.H. MILLER (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", American Economic Review vol.53, blz. 433-443.

MYERS, S.C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", Journal of Finance vol.39, blz. 575-592.

MYERS, S.C. (1993), "Still searching for an optimal capital structure", Journal of Applied Corporate Finance vol.6, blz. 4-14.

OOGHE, H. en W. DE GROOTE (1983), "Bepaling van de sectoriële invloed op de financiële structuur van ondernemingen bij middel van clusteranalyse", Cahiers Economiques de Bruxelles, blz. 61-72.

OOGHE, H. en C. VAN WYMEERSCH (1994), "Financiële analyse van de onderneming - Theorie en toepassing op de jaarrekening" zesde herwerkte druk, Kluwer Editorial, Zaventem, 400 blz.

PINEGAR, J.M. en L. WILBRICHT (1989), "What managers think of capital structure theory: a survey", Financial Management vol.18, blz. 82-91.

ROSS, S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive signalling approach", Bell Journal of Economics vol.8, blz. 23-40.

TITMAN, S. (1984), "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision", Journal of Financial Economics vol.13, blz. 137-151.

TOY, A. , REMMERS, L. en T. BEEKHUISEN (1974), "A Comparative International Study of Growth, Profitability and Risk as Determinants of Corporate Debt Ratios in the Manufacturing Sector", Journal of Financial and Quantitative Analysis vol.9, blz. 875-886.