

Prof. Dr. H. Ooghe, Lic. E. Verbaere en Lic.M. Coucke

Ondernemingsdimensie en financiële structuur

1 Inleiding en situering

In de economische literatuur (zowel de theoretische als de empirische) wordt heel wat aandacht besteed aan de verschillpunten tussen grotere en kleinere ondernemingen.

Traditioneel wordt gewezen op de grotere flexibiliteit van en de hogere motivatie van ondernemer en personeel in kleinere entiteiten.

Daarnaast worden evenwel belangrijke nadelen van kleinere bedrijven onderkend. Deze situeren zich op diverse terreinen. Schaaieconomieën bijvoorbeeld leiden tot een comparatief voordeel voor grotere productie-eenheden (kostenzijde), grotere ondernemingen bezitten doorgaans een sterkere marktpositie (opbrengstzijde).

De marktsituatie van KMO's zet hen aan tot samenwerking met grote ondernemingen, maar aan specialisatie en toelevering zijn ook gevaren verbonden.

Een groot aantal problemen in kleinere ondernemingen vloeien voort uit het feit dat de bedrijfsleiding berust in handen van één of een beperkt aantal (vaak technisch georiënteerde) personen. Gevolgen zijn onder andere dat doorgaans niet alle managementfuncties (in dezelfde mate) vertegenwoordigd zijn en het opvolgingsprobleem voor de bedrijfsleider(s).

Een ander aspect is de financieringsproblematiek van kleinere ondernemingen. Deze bedrijven hebben over het algemeen slechts toegang tot een beperkter aantal financieringsbronnen.

Het tekort aan eigen vermogen wordt doorgaans beschouwd als het financiële kernprobleem van de KMO. Dit tekort zou voortvloeien uit de lagere rentabiliteit en uit de ontoegankelijkheid van de (publieke) kapitaalmarkt voor kleinere ondernemingen. Daarnaast blijft de wil om zelfstandig te zijn (men wil de controle op de eigen onderneming behouden) een oorzaak vormen voor het tekort aan eigen middelen. Op deze problematiek zal verder worden ingegaan bij de bespreking van de resultaten van dit onderzoek.¹

In deze bijdrage wordt onderzocht in welke mate er significante verschillen bestaan in de financiële situatie van grotere en kleinere ondernemingen. Logischerwijze kan men verwachten dat de financieringsproblematiek leidt

tot belangrijke dimensionele verschillen qua financiële structuur. Men kan evenwel ook veronderstellen dat de hiervoor vermelde operationele verschillen zullen worden weerspiegeld in de financiële situatie.

Het Koninklijk Besluit van 8 oktober 1976 heeft de mogelijkheden voor empirisch onderzoek in België aanzienlijk verruimd: een groot aantal geüniformiseerde jaarrekeningen staan immers ter beschikking van de onderzoeker. Uitsluitend karakteristieken, gemeten op basis van de jaarrekening, worden in de analyse betrokken.

De statistische analyse gebeurt zowel op univariate als op multivariate basis. Bij univariate analyse worden de verschillende kengetallen één voor één afzonderlijk beschouwd.

Bij multivariate analyse worden de verschillende ratio's, die uiteenlopende aspecten van de financiële structuur weergeven, gezamenlijk en in hun onderlinge samenhang beschouwd.

2 Populatie en steekproef

Omwille van de vergelijkbaarheid en de beschikbaarheid van de financiële gegevens, wordt de populatie beperkt tot industriële ondernemingen (exclusief de bouwnijverheid) die hun jaarrekening publiceren overeenkomstig het volledig wettelijk schema, zoals voorzien in het Koninklijk Besluit van 8 oktober 1976. Het betreft bijgevolg naamloze vennootschappen, commanditaire vennootschappen op aandelen en personenvennootschappen met beperkte aansprakelijkheid naar Belgisch recht die hun hoofdactiviteit in België uitoefenen, die onderworpen zijn aan het Koninklijk Besluit van 8 oktober 1976² en:

- die gemiddeld meer dan 50 werknemers in dienst hebben, of waarvan het omzetcijfer exclusief BTW voor het laatste boekjaar hoger was dan 100 miljoen fr., of
- waarvan het balanstotaal op het einde van het boekjaar hoger was dan 50 miljoen fr., of
- die een openbaar beroep doen op het spaarwezen, of
- die filiaal zijn van een onderneming met volledige publikatieverplichting.

De beperking tot ondernemingen met volledige publikatieverplichting heeft in elk geval tot gevolg dat minimumdrempels aan de dimensie van de onderneming worden gesteld. Het grootste gedeelte van de KMO's blijft bijgevolg buiten beschouwing.

Voor het boekjaar 1982, legden 13.574 ondernemingen een jaarrekening volgens volledig schema neer. Het totaal aantal BTW-aangevers bedroeg in 1982 439.869. De ondernemingen met volledige publikatieverplichting vormden bijgevolg slechts een kleinere fractie van het totale ondernemingenbestand. De globale verkopen van de ondernemingen met volledig schema vormden evenwel 68,82% van de totale verkopen van alle BTW-aangevers.³ De beperking tot de industriële sectoren (exclusief de bouwnijverheid) brengt mee dat slechts ondernemingen uit de NACE-afdelingen 1 (energie en waterhuishouding), 2 (winning en verwerking van niet-energetische delf-

stoffen en hun derivaten; chemische industrie), 3 (metaalverwerkende industrie, fijnmechanische en optische industrie), en 4 (andere be- en verwerkende industrieën) worden beschouwd.*

De steekproef is als volgt opgebouwd: op de magneetband van de Nationale Bank van België voor het boekjaar 1982 is in eerste instantie elke tweede industriële onderneming (NACE-afdelingen 1, 2, 3 of 4) met volledig publicatieschema weerhouden (de jaarrekeningen staan gerangschikt in volgorde van stijgende BTW-nummer). Uit door Jegers en Buijinck uitgevoerd onderzoek⁴ blijkt dat de kwaliteit van de jaarrekeninggegevens op de magneetbanden te wensen overlaat. De geselecteerde jaarrekeningen worden om deze reden aan een groot aantal kwaliteitstesten onderworpen. De doorgevoerde testen hebben betrekking op de in het onderzoek gebruikte cijfergegevens. Op basis van de resultaten van deze testen zijn bepaalde jaarrekeningen gecorrigeerd en andere uit het gegevensbestand verwijderd. Na toepassing van de hierboven beschreven procedure is een steekproef bekomen van 1184 jaarrekeningen.

3 Variabelen

Een eerste probleem dat zich stelt is de keuze van een relevante dimensie-maatstaf. In dit onderzoek worden diverse grootte-indicatoren beschouwd die specifieke aspecten van de ondernemingsdimensie tot uitdrukking brengen. De gehanteerde groottemaatstaven zijn:

- totaal actief;
- omzet aan derden;
- waarde van de produktie (bedrijfsopbrengsten);
- personeelskosten (als proxy voor de tewerkstelling);
- eigen vermogen;
- bruto toegevoegde waarde.

De financiële situatie van de onderneming is beschreven op basis van 44 afzonderlijke financiële kengetallen.

Bij de keuze van de financiële ratio's is ervoor gezorgd dat de verschillende aspecten van de financiële structuur in de analyse worden betrokken. De selectie is ook beïnvloed door een voorafgaande studie van de theoretische en empirische literatuur: kengetallen waarvan wordt aangenomen of werd aangetoond dat ze een relatie vertonen met de bedrijfsdimensie zijn in de variabelenset opgenomen. Het aantal bruikbare observaties kan voor individuele ratio's lager liggen dan 1184. Indien voor een bepaalde waarneming de ratiowaarde niet berekenbaar is (de noemer van de ratio is gelijk aan 0) wordt de betrokken observatie immers buiten beschouwing gelaten.

* NACE is de officiële nomenclatuur voor de bedrijfsactiviteiten binnen de Europese Gemeenschap.

4 Methode en resultaten

4.1 Univariate analyses

4.1.1 Verdelingskenmerken van de variabelen

Om een ruw inzicht in de verdeling van de beschouwde financiële variabelen te krijgen, zijn in eerste instantie de momentkarakteristieken (rekenkundig gemiddelde, standaardafwijking, scheefheid en kurtosis) bepaald. De berekeningsresultaten, die niet zijn weergegeven, suggereren dat, over het algemeen, de normale verdeling een slechte benadering vormt voor de geobserveerde verdeling.⁵

4.1.2 Samenhang tussen de grootte-indicatoren

In een eerste fase zijn de samenhangen tussen de diverse groottemaatstaven bepaald. De samenhang wordt gemeten via de correlatiecoëfficiënt van Spearman. Deze correlatiemaatstaf is toepasbaar in het geval van niet normaal verdeelde variabelen. Weliswaar is minimaal een ordinaal meetniveau voor de variabelen vereist. De verdeling van de grootte-indicatoren wijkt wegens zijn sterk asymmetrische vorm af van de normale verdeling: in het gegevensbestand zitten immers relatief veel kleinere bedrijven naast een beperkt aantal (zeer) grote ondernemingen.

De berekende waarde van de correlatiemaatstaf kan variëren van -1 (volledig negatief verband) over 0 (geen verband) tot +1 (volledig positief verband). Door middel van een significantietoets kan worden nagegaan of de berekende correlatiecoëfficiënt significant verschilt van 0. De resultaten van de correlatieberekeningen vindt men terug in tabel 1.

Tabel 1: Spearman correlatiecoëfficiënten tussen de in het onderzoek beschouwde dimensie-maatstaven*

	Totaal actief	Bruto toe- gevoegde waarde	Omzet	Productie	Personeels- kosten
Bruto toegevoegde waarde	0,8565				
Omzet	0,8856	0,8367			
Productie	0,8871	0,8384	0,9988		
Personeelskosten	0,7519	0,9274	0,7339	0,7356	
Eigen vermogen	0,7581	0,7408	0,6694	0,6709	0,7013

* Alle berekende coëfficiënten zijn significant verschillend van 0 op het 1% waarschijnlijkheidsniveau.

Een eerste vaststelling is dat tussen de beschouwde dimensie-maatstaven hoge positieve correlaties bestaan. De omzet aan derden en de waarde van de productie zijn uiteraard zeer sterk gerelateerd. Het verschil tussen beide

grootheden wordt immers gevormd door de wijzigingen in de voorraden fabriekaten, goederen in bewerking, afval en werken in uitvoering en door de geactiveerde interne werken, die in de meeste gevallen slechts een marginale betekenis hebben (met andere woorden het grootste gedeelte van de produktie in een bepaald boekjaar wordt in dezelfde periode verkocht). De correlaties tussen het eigen vermogen enerzijds en de overige indicatoren liggen lager. De omvang van het eigen vermogen wordt immers deels bepaald door financieringsbeslissingen terwijl de omvang van de overige maatstaven nauwer aansluit bij de operationele karakteristieken van de onderneming.

De personeelskosten zijn het hoogst gecorreleerd met de bruto toegevoegde waarde: over het algemeen vormt het personeel immers de belangrijkste component van de bruto toegevoegde waarde.

Voor het vervolg van de analyses is gebruik gemaakt van de bruto toegevoegde waarde als dimensiemaatstaf. Deze geeft immers het best de maatschappelijk-economische betekenis weer. Daarenboven blijkt uit tabel 1 dat de bruto toegevoegde waarde gemiddeld de hoogste correlatie met de overige maatstaven vertoont. Op grond hiervan kan de keuze van de toegevoegde waarde als unieke dimensiemaatstaf worden verantwoord: deze indicator vertolkt het best de gemeenschappelijke informatie-inhoud.

4.1.3 Correlatie tussen de financiële variabelen en de grootte-indicatoren

In een tweede fase zijn voor elk van de bestudeerde financiële ratio's de Spearman correlatiecoëfficiënten met de bruto toegevoegde waarde berekend. De resultaten zijn weergegeven in tabel 2 [kolom (1)].

De absolute waarden van de berekende correlatiecoëfficiënten liggen over het algemeen vrij laag. Nochtans treden gedifferentieerde resultaten op naargelang de beschouwde financiële ratio. De verschillende aspecten van de financiële situatie worden dus blijkbaar niet in dezelfde mate beïnvloed door de ondernemingsdimensie. Definitorische relaties kunnen een (partiele) verklaring vormen voor bepaalde geobserveerde verbanden. We illustreren dit, in eerste instantie, aan de hand van de analyseresultaten voor ratio 14. De positieve correlatie met de bruto toegevoegde waarde wekt weinig verwondering: de bruto toegevoegde waarde kan immers worden beschouwd als een tussenstap bij de berekening van het bruto bedrijfsresultaat. De correlatie voor een aantal ratio's worden neerwaarts beïnvloed doordat de dimensiemaatstaf gelijk is aan (bijvoorbeeld 17, 20, 38 en 39) of sterk gerelateerd is aan de noemer van de ratio: een hogere bruto toegevoegde waarde leidt, ceteris paribus, tot een lagere ratiowaarde.

Bij het uitvoeren van een continue analyse (aan de hand van de Spearman coëfficiënt) wordt impliciet verondersteld dat het verband tussen ratiowaarde en dimensie monotoon verloopt. Dit betekent dat een positief (of negatief) verband over de volledige populatie wordt vooropgesteld: een hogere dimensie leidt tot een hogere (of lagere) ratiowaarde.

4.1.4 Verschil tussen kleinere en grotere ondernemingen als homogene groepen

Bij de zogenaamde *discontinue of groepenbenadering*, worden twee weder-

Tabel 2: Samenvattende resultatentabel van de univariate en de multivariate analyses

Omschrijving ratio	(1)	(2)
1 Overgedragen winst of verlies + reserves / totaal actief	-0,0360	0,0244
2 Schulden t.o.v. fiscale besturen en RSZ waarvan de datum van opeisbaarheid vervallen is / vreemd vermogen op korte termijn	-0,0336	0,0044
3 Beschikbare waarden / courante activa	-0,0309	0,0182
4 Voorraden goederen in bewerking, werken in uitvoering, afval en fabrikaten / courante bedrijfsactiva	0,3068**	0,3448
5 Schulden op ten hoogste één jaar aan kredietinstellingen / vreemd vermogen op korte termijn	0,0590*	0,1445
6 Courante activa-voorraden / vreemd vermogen op korte termijn (= acid test ratio)	0,0282	0,0921
7 Omzet aan kostprijs / voorraden (= voorraadrotatie)	-0,2160	0,0702
8 Omzet aan derden / vorderingen op ten hoogste één jaar wegens leveringen van goederen en diensten (= klantenrotatie)	0,0109	0,0878
9 Aankopen / schulden op ten hoogste één jaar wegens aankopen van goederen en diensten (= leveranciersrotatie)	0,0839**	0,2174
10 Vreemd vermogen / totaal vermogen (= algemene schuldgraad)	-0,0981**	0,0427
11 Schulden op ten hoogste en op langer dan één jaar / totaal vermogen	-0,1272**	0,0251
12 Vreemd vermogen op lange termijn (inclusief de tijdens het boekjaar vervallende schulden op langer dan één jaar) / totaal vermogen	0,1353**	0,2384
13 Cash flow / vreemd vermogen (= cash flow dekking)	0,1831**	0,1820
14 Bruto bedrijfsresultaat / bedrijfsopbrengsten (= bruto verkoopmarge)	0,2023**	0,1869
15 Bruto resultaat / totaal actief (= bruto rentabiliteit van het totaal actief)	0,2095**	0,2320
16 Bedrijfsopbrengsten / bedrijfsactiva (= rotatie van de bedrijfsactiva)	-0,0040	0,0839
17 Personeel + verwerking van de resultaten aan beheerders en zaakvoerders en andere rechthebbenden / bruto toegevoegde waarde	-0,0525*	0,0096

(3)	(4)	(5)	(6)
-0,1406	1,944*	-	-
-0,0328	0,360	-6,6166	-0,1719
-0,1079	1,184	-	-
-0,0174	3,787**	1,4937	0,1383
-0,0058	1,257	-	-
-0,0763	1,011	-	-
-0,0933	1,010	-	-
-0,0638	0,961	-	-
-0,0407	2,386**	-	-
-0,1562	1,715**	29,1690	3,8942
-0,1861	2,043**	-	-
-0,0378	2,618**	-	-
-0,0148	1,999**	-	-
-0,0038	2,053**	-	-
0,0000	2,548**	6,8269	0,4205
-0,0920	1,010	-0,1259	-0,1201
-0,1326	1,456*	0,2705	0,4481

Omschrijving ratio	(1)
18 Aanschaffingen van materiële vaste activa (inclusief interne werken) tijdens het beschouwde boekjaar / aanschaffingswaarde van de materiële vaste activa per begin van het boekjaar (= investeringsratio)	0,0828**
19 Bruto toegevoegde waarde / bedrijfsopbrengsten	0,2054**
20 Belastingen / bruto toegevoegde waarde	0,0450
21 Participaties / totaal actief	0,4347**
22 Vergoeding van het kapitaal / te verwerken resultaat	0,2572**
23 Kapitaalsubsidies / totaal actief	0,3730**
24 Aanrekening van de ontvangen subsidies in kapitaal / bedrijfsafschrijvingen + afschrijvingen van disagio's en kosten op leningen	0,3165**
25 Bekomen subsidies in intrest / intresten	0,1010**
26 Totale waarborgen op schulden / totale schulden	0,0970**
27 Vreemd vermogen op lange termijn / vreemd vermogen	0,1507**
28 Schulden op ten hoogste één jaar aan kredietinstellingen / schulden op ten hoogste één jaar (exclusief de tijdens het boekjaar vervallende schulden op langer dan één jaar)	0,0613*
29 Schulden op langer dan één jaar aan kredietinstellingen / schulden op langer dan één jaar (inclusief de tijdens het boekjaar vervallende schulden op langer dan één jaar)	-0,0919**
30 Bedrijfsafschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen voor risico's en lasten / bruto toegevoegde waarde	0,0124
31 Schulden uit hoofde van aankoop van goederen en diensten / totale schulden	-0,1909**
32 Schulden op ten hoogste één jaar uit hoofde van aankoop van goederen en diensten / schulden op ten hoogste één jaar	-0,2101**
33 Permanent vermogen / totaal vermogen	0,1068**
34 Schulden op langer dan één jaar (inclusief tijdens het boekjaar vervallende schulden op langer dan één jaar) / totaal vermogen	0,0867**

(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
0,1863	-0,1298	2,026**	-	-
0,1849	-0,0179	2,030**	-2,5764	-0,2696
0,1078	-0,0251	1,184	-	-
0,6617	-0,0038	7,266**	6,0316	0,4124
0,3126	-0,0020	3,392**	-	-
0,5523	-0,0038	6,065**	91,6960	0,4925
0,3929	-0,0078	4,298**	-	-
0,1530	-0,0278	1,464*	-	-
0,1067	-0,0552	1,171	-0,8184	-0,1688
0,2214	-0,0103	2,431**	1,8330	0,2376
0,1246	-0,0065	1,368**	-	-
0,0007	-0,2813	2,801**	-	-
0,1499	-0,0317	1,646**	-2,0870	-0,2299
0,0412	-0,2577	2,830**	-3,1214	-0,4088
0,0290	-0,2682	2,945**	-	-
0,1728	-0,0276	1,897**	29,8960	3,9186
0,1643	-0,0469	1,804**	-32,3320	-3,6047

35	Vaste activa / totale activa	0,1562**	0,2481	-0,0153	2,724**	—	—
36	Obligatieleningen (inclusief tijdens het boekjaar vervallende obligatieleningen) / schulden op langer dan één jaar (inclusief tijdens het boekjaar vervallende schulden op langer dan één jaar)	0,1416**	0,1336	0,0000	1,330	—	—
37	Bruto bedrijfsresultaat / bedrijfsactiva (= bruto rentabiliteit van de bedrijfsactiva)	0,1930**	0,1790	-0,0058	1,966**	—	—
38	Toegevoegd resultaat / bruto toegevoegde waarde	0,0619*	0,0820	-0,0420	0,900	—	—
39	Financiële kosten van het vreemd vermogen / bruto toegevoegde waarde	0,0261	0,1328	-0,0481	1,459*	-1,5813	-0,3995
40	Bruto kosten van de schulden op langer dan één jaar / schulden op langer dan één jaar	0,0696*	0,1252	-0,0983	1,234	—	—
41	Bruto kosten van de schulden op ten hoogste één jaar / schulden op ten hoogste één jaar	0,1229**	0,2440	-0,0424	2,679**	—	—
42	Schulden ten opzichte van verbonden ondernemingen en ondernemingen waarmee een participatieverhouding bestaat / totale schulden	0,3423**	0,5477	-0,0038	6,015**	2,4756	0,2597
43	Rechtstreekse en onrechtstreekse bezoldigingen en pensioenen toegekend aan beheerders, zaakvoerders, commissarissen, gewezen beheerders, zaakvoerders, commissarissen en andere rechthebbenden / bruto toegevoegde waarde	-0,1151**	0,0529	-0,3508	3,853**	-3,7245	-0,1983
44	Vergoeding van het kapitaal / eigen vermogen	0,2549**	0,3075	0,0000	3,375**	—	—

* 5% -tweezijdig significant

** 1% -tweezijdig significant

- (1) Spearman correlatiecoëfficiënten tussen de afzonderlijke financiële ratio's enerzijds en de bruto toegevoegde waarde anderzijds.
- (2) Kolmogorov-Smirnov test: maximaal *positief* verschil (relatieve cumulatieve frequentieverdeling voor de kleine ondernemingen – relatieve cumulatieve frequentieverdeling voor de grote ondernemingen).
- (3) Kolmogorov-Smirnov test: maximaal *negatief* verschil (relatieve cumulatieve frequentieverdeling voor de kleine ondernemingen – relatieve cumulatieve frequentieverdeling voor de grote ondernemingen).
- (4) Kolmogorov-Smirnov test: KS Z-waarde is gebaseerd op een transformatie van het grootste positieve of negatieve verschil.
- (5) Niet-gestandaardiseerde discriminantcoëfficiënt (–: ratio niet opgenomen in het berekende model).
- (6) Gestandaardiseerde discriminantcoëfficiënt (–: ratio niet opgenomen in het berekende model).

zijds uitsluitende groepen namelijk kleine en grote ondernemingen beschouwd. Binnen elke groep wordt dan homogeniteit verondersteld. Bij dergelijke analyses wordt nagegaan of er significante verschillen bestaan tussen grote en kleine ondernemingen. Hier stelt zich het probleem van de groepsindeling. Bij het vastleggen van de twee groepen kunnen vooreerst ofwel aangrenzende groepen worden gedefinieerd ofwel kan een bepaalde middenklasse buiten beschouwing worden gelaten.

In het eerste geval kunnen ondernemingen uit het grensgebied met bij benadering dezelfde dimensie in twee verschillende groepen worden ondergebracht. In het tweede geval wordt het aantal waarnemingen selectief gereduceerd en bestrijkt men niet de volledige populatie. Als dimensie-maatstaf wordt, zoals hoger vermeld, gebruik gemaakt van de bruto toegevoegde waarde. Geopteerd is voor de tweede benadering. Twee groepen zijn gevormd met de volgende kenmerken: kleine ondernemingen rapporteren een bruto toegevoegde waarde kleiner dan 50 mln. Bfr, de berekende bruto toegevoegde waarde voor grote ondernemingen is hoger dan 300 mln. Bfr. Er is voor deze indeling gekozen omdat op die manier de ondernemingen in de twee groepen een uitgesproken verschil qua dimensie vertonen, terwijl beide groepen nog een hoog aantal waarnemingen bevatten.

De statistische significantie van de verschillen qua financiële structuur tussen kleine en grote ondernemingen is op univariate basis onderzocht aan de hand van de Kolmogorov-Smirnov test voor twee onafhankelijke steekproeven. Deze test is gebaseerd op een vergelijking van de relatieve cumulatieve frequentieverdelingen van de ratiowaarden voor kleine en grote ondernemingen. Concreet wordt de maximale afwijking tussen beide relatieve cumulatieve frequentieverdelingen berekend. Het maximale (positieve of negatieve) verschil wordt dan getransformeerd tot een Z-waarde die onder de nulhypothese (geen verschil tussen beide groepen) een gespecificeerde verdeling volgt. De berekeningsresultaten voor deze KS-test vindt men terug in tabel 2 [kolommen (2) tot en met (4)].

Voor 28 van de 45 beschouwde financiële variabelen is een significante Z-waarde op het 1%-waarschijnlijkheidsniveau (tweezijdig) verkregen.

4.2 Multivariate lineaire discriminantanalyse

Hierboven zijn de verschillen tussen grote en kleine ondernemingen op univariate basis onderzocht. Bij multivariaat profielonderzoek wordt aandacht besteed aan de onderlinge samenhangen die tussen de verschillende ratio's bestaan. Financiële kengetallen zijn immers geïnterreleerd: balans, resultatenrekening en toelichtingen vormen een consistent geheel.

Diverse deelaspecten van de financiële situatie van een onderneming kunnen daarenboven vanuit verschillende standpunten worden benaderd. In dit onderzoek is gebruik gemaakt van stapsgewijze lineaire discriminantanalyse. Lineaire discriminantanalyse laat in deze context toe de ratio's vast te stellen die gezamenlijk beschouwd zo goed mogelijk discrimineren tussen kleine en grote ondernemingen. De oorspronkelijke ratiovariabelen worden

lineair gecombineerd (met als gewichten de niet gestandaardiseerde discriminantcoëfficiënten) tot een nieuwe variabele, de discriminantscore. De verdeling van de discriminantscores voor beide groepen bepaalt het discriminerend vermogen van het model (hoe minder overlap tussen de verdelingen, hoe hoger het discriminerend vermogen).

In dit onderzoek is gebruik gemaakt van een stapsgewijs algoritme. Dit betekent dat in elke fase van het proces deze ratio wordt weerhouden die in samenhang met de eventueel in de voorgaande stappen geselecteerde variabelen het best discrimineert tussen kleine en grote ondernemingen.

Als input voor het stapsgewijze selectieproces zijn alle variabelen met volledige waarnemingsset opgenomen. Het gebruikte algoritme laat immers alle waarnemingen met minimaal één niet berekenbare waarde buiten beschouwing. De resultaten van de discriminantanalyse zijn weergegeven in de samenvattende tabel 2 [kolommen (5) en (6)].

De weergegeven resultaten hebben betrekking op de groepsindeling waarvoor ook de Kolmogorov-Smirnov resultaten zijn weergegeven: kleine ondernemingen vermelden een bruto toegevoegde waarde kleiner dan 50 mln. Bfr.; grote ondernemingen rapporteren meer dan 300 mln. Bfr. toegevoegde waarde.

In het uiteindelijk discriminantmodel zijn 18 financiële variabelen opgenomen.

Het vaststellen van de relatieve bijdrage van de diverse geselecteerde ratio's tot het globaal discriminerend vermogen stelt een probleem in het geval van gecorreleerde variabelen. De absolute waarde van de in kolom (6) van tabel 2 weergegeven gestandaardiseerde discriminantcoëfficiënten kan als ruwe indicator worden gebruikt (positieve relatie met de relatieve bijdrage). Het globale discriminerend vermogen van een geschat discriminantmodel wordt vaak beoordeeld op basis van de classificatieresultaten. De classificatie van een bepaalde onderneming gebeurt via een vergelijking tussen de discriminantscore voor de betrokken observatie en een kritische waarde (de afkapgrens). Naargelang de berekende score zich boven of beneden de kritische waarde bevindt wordt de betrokken observatie in de ene groep (grote ondernemingen) of in de andere groep (kleine ondernemingen) ondergebracht. Grote ondernemingen bezitten bijgevolg gemiddeld een hogere discriminantscore dan kleinere bedrijven.

De mate waarin de observaties uit de steekproef, die is gebruikt voor het opbouwen van het model, door het berekende model correct worden geclassificeerd, kan worden gebruikt als een indicator voor het globaal discriminerend vermogen van het betrokken model. Praktisch berekent men daartoe het percentage juist geclassificeerde ondernemingen voor beide groepen bij een bepaalde afkapwaarde. Bij afkapwaarde 0 worden 87,3% van de kleine ondernemingen en 74,5% van de grote ondernemingen correct geclassificeerd. Uit de steekproefgegevens blijkt bijgevolg dat het ontwikkelde model behoorlijk discrimineert tussen kleine en grote ondernemingen. Men kan bijgevolg aannemen dat grote en kleine ondernemingen een verschillend financieel profiel vertonen.

Van de ondernemingen uit de basissteekproef met een bruto toegevoegde

waarde tussen 50 en 300 mln. Bfr. worden op basis van hun financiële kenmerken 66,9% door het model als klein en 33,1% als groot bestempeld. Dit resultaat ondersteunt enigszins de betrouwbaarheid van het model. De ondernemingen uit de tussengroep liggen qua dimensie immers sterker geconcentreerd naar de benedengrens toe.

4.3 Globale resultatenbespreking

Op grond van de resultaten van de verschillende analyses kan de volgende profielomschrijving van kleinere en grotere ondernemingen worden opge-maakt.

Wat de passivastructuur betreft blijkt dat kleinere ondernemingen in hogere mate beroep doen op schuldfinanciering (ratio's 10 en 11). Het verschil is nochtans niet zeer uitgesproken. Belangrijke verschillen treden evenwel op in de samenstelling van het vreemd vermogen. Het aandeel van het vreemd vermogen op lange termijn (ratio's 12, 27 en 34) ligt beduidend hoger voor grote ondernemingen. Daaruit volgt dat grote ondernemingen over relatief meer permanente financieringsmiddelen (ratio 33: eigen vermogen en vreemd vermogen op lange termijn) beschikken.

Hiertegenover staan evenwel ook verschillen aan de activazijde van de balans. Het aandeel van de vaste activa in de totale activa (ratio 35) is lager in kleinere ondernemingen.

De vaststelling dat er weinig uitgesproken verschillen optreden in de acid test ratio (ratio 6) is hiermede consistent: de dekkingsgraad van de vaste activa door de permanente middelen ligt bijgevolg niet noodzakelijk hoger bij grotere ondernemingen.

De hypothese dat KMO's zich, in vergelijking met grote ondernemingen, in een ongunstige situatie bevinden zowel bij het aantrekken van eigen mid-delen van buiten de onderneming als bij de zelffinanciering kan een verkla-ring vormen voor de hogere schuldgraad. Diverse elementen kunnen in dit verband naar voren worden gebracht. De inbreuk op de zelfstandigheid van de KMO-ondernemer (de figuur van de eigenaar-ondernemer) en de ontoe-gankelijkheid van de publieke kapitaalmarkt maken het extern aantrekken van nieuw risicodragend kapitaal voor KMO's niet gemakkelijk. Het lagere eigen vermogen houdt bovendien beperkingen in voor de additionele ont-leencapaciteit van de onderneming. Het belang van autofinanciering is bijgevolg hoger voor een KMO dan voor een grote onderneming. De tegen-woordige en toekomstige rentabiliteit is een belangrijke determinant voor de zelffinancieringsmogelijkheden van de onderneming. Uit het cijferma-teriaal blijkt dat de kleine ondernemingen over het algemeen een lagere rentabiliteit (ratio's 14, 15 en 37) vertonen dan grotere ondernemingen. Daartegenover staat dat kleine ondernemingen een geringer deel van de winst uitkeren (ratio's 22 en 44) en bijgevolg relatief meer reserveren. Dit is op het eerste zicht verwonderlijk indien wordt verondersteld dat winst-uitkering vaak de belangrijkste inkomensbron is voor de eigenaar-onder-nemer (vermenging eigenaar-ondernemer in kleinere bedrijven). Het ge-deelte van de bruto toegevoegde waarde dat toevloeit aan beheerders,

zaakvoerders en commissarissen onder de vorm van rechtstreekse en onrechtstreekse bezoldigingen en pensioenen (ratio 43) ligt evenwel significant hoger bij kleinere ondernemingen. De eigenaar-ondernemer ontvangt bijgevolg een inkomen onder de vorm van bezoldigingen. De scheiding tussen aandeelhouderschap en management noodzaakt de grotere ondernemingen tot winstuitkeringen. De lagere uitkeringsquote is uiteraard consistent met de hogere behoefte aan autofinanciering binnen kleinere bedrijven.

Alhoewel de rentabiliteit van kleinere ondernemingen lager is, ligt de verhouding overgedragen winst of verlies + reserves/totaal actief (ratio 1) hoger.⁶ Het lagere aandeel van reserves en overgedragen resultaten is uiteraard het gevolg van het feit dat grote ondernemingen een hoger gedeelte van de winst uitkeren en relatief minder reserveren. Gecombineerd met de hogere schuldgraad (cfr. supra) betekent dit dat de overige componenten van het eigen vermogen (kapitaal, uitgiftepremies, herwaarderingsmeerwaarden en kapitaalsubsidies) relatief minder belangrijk zijn.

De samenstelling van het schuldkapitaal weerspiegelt de financieringsproblematiek van kleinere bedrijven. Wat de korte termijnschulden betreft, blijkt dat KMO's in hogere mate beroep doen op leverancierskrediet (ratio's 9, 31 en 32) en in mindere mate op kredieten van financiële instellingen (ratio's 5 en 28).

Leverancierskrediet kan als een soepele kredietvorm worden bestempeld: het vergt doorgaans geen voorafgaandelijke kredietonderhandelingen en in een aantal gevallen is de vervaldag niet zo strikt bepaald als bij bankkredieten. Aan leverancierskrediet zijn daarenboven over het algemeen geen expliciete kosten verbonden alhoewel deze kredietvorm duur kan zijn indien een korting bij contante betaling wordt aangeboden.

Anderzijds ondervinden KMO's ook moeilijkheden in verband met de waarborgen die door de financiële instellingen worden geëist om een krediet te bekomen.

Wat de lange termijnschulden betreft, blijkt dat kleinere ondernemingen relatief meer beroep doen op financiële instellingen (ratio 29) dan grotere ondernemingen.

Bij de beoordeling van de relatieve samenstelling van het schuldkapitaal moeten diverse elementen in overweging worden genomen. In de eerste plaats kunnen operationele verschillen de financieringsmix beïnvloeden. Arbeidsintensieve bedrijven, bijvoorbeeld, kunnen een hoger bedrag aan financiering via hun personeel bekomen. Het gemiddeld bedrag aan leverancierskrediet wordt onder andere bepaald door het totale aankoopbedrag van de onderneming. Het aantal dagen leverancierskrediet kan dan een aanvullend licht werpen op de hierboven geformuleerde hypothese in verband met de samenstelling van de korte termijnschulden: het gegevensmateriaal bevestigt de hypothese: de leveranciersrotatie blijkt inderdaad hoger te liggen bij grotere ondernemingen.

In de tweede plaats staat een ruimer gamma financieringstechnieken ter beschikking van grotere ondernemingen. De uitgiftevoorwaarden voor obligatieleningen bijvoorbeeld hebben voor gevolg dat hoofdzakelijk grotere ondernemingen beroep doen op deze financieringsvorm. Zo is de uitgifte

van obligatieleningen voorbehouden aan naamloze vennootschappen (reglementaire hinderpaal). Dit komt overigens tot uiting in de mate waarin met obligaties wordt gefinancierd. Het verschil is niet zeer uitgesproken daar ook het merendeel van de grote ondernemingen geen beroep doen op financiering via obligatieleningen.

Bepaalde schuldvormen, zoals bijvoorbeeld straight loans konden daarenboven slechts voor zeer hoge bedragen worden aangegaan (praktische hinderpaal).

Een ander element is dat kleinere ondernemingen vaak weinig bekend en vertrouwd zijn met minder klassieke financieringsvormen. Verder kan ook de kleinere eigen vermogensbasis (cfr. supra) een invloed hebben op de samenstelling van het vreemd vermogen.

Vaak wordt geponeerd dat KMO's een hogere interestvoet (financieringskost) betalen dan grotere ondernemingen. De zwakkere financiële positie (lagere kredietwaardigheid) van KMO's zou hiervoor een verklaring kunnen vormen. De relatief hogere kosten voor het beheer van kredieten aan kleinere ondernemingen en de zwakkere onderhandelingspositie van KMO's zouden ook een rol spelen. Wat het kostenpercentage op lange termijn betreft (ratio 40: bruto kosten van de schulden op langer dan een jaar/schulden op langer dan een jaar) treedt een omslagpunt op in de relatie: lagere en hogere kostenpercentages vindt men overwegend terug bij kleinere ondernemingen, gemiddelde waarden voor grote ondernemingen. De geobserveerde verschillen zijn evenwel weinig uitgesproken. Ook voor het kostenpercentage op korte termijn (ratio 41: bruto kosten van de schulden op ten hoogste een jaar/schulden op ten hoogste een jaar) treedt een omslag op. Deze omslag is evenwel weinig significant. Het verloop benadrukt hoofdzakelijk de lagere kosten voor kleinere ondernemingen. Dit lijkt in tegenstelling met de hierbovenvermelde hypothese. Men mag evenwel niet uit het oog verliezen dat het kostenpercentage van de globale schulden is berekend en niet uitsluitend van de schulden ten opzichte van kredietinstellingen. Kleinere ondernemingen maken bijvoorbeeld, zoals geconstateerd, in hogere mate gebruik van leverancierskrediet. De opportuniteitskosten die via het niet nemen van kortingen, met deze praktijk verbonden zijn worden niet expliciet in de resultatenrekening tot uitdrukking gebracht (kortingen wegens contante betaling zouden geboekt worden als financiële opbrengsten).

Een opsplitsing van de kosten naargelang de schuldvorm waarop ze betrekking hebben is evenwel niet mogelijk op basis van de gepubliceerde jaarrekeninginformatie.

Voorgaande resultaten zijn consistent met de theorie dat grote, gevestigde en kredietwaardige ondernemingen financiële middelen op lange termijn aantrekken op de kapitaalmarkt en deze onder vorm van leverancierskrediet ter beschikking stellen van kleine, groeiende en minder kredietwaardige ondernemingen. Dat zij daarvoor een hogere financiële kost doorrekenen omwille van het risico, kan echter op basis van de beschikbare gegevens niet aangetoond worden. Wat de waarborgpositie (ratio 26: totale waarborgen op schulden/totale schulden) betreft, zijn weinig dimensionele verschillen gevonden. Men zou kunnen veronderstellen dat de zwakkere financiële

positie van kleinere bedrijven voor gevolg heeft dat hogere waarborgen zullen worden geëist. Men mag evenwel niet uit het oog verliezen dat de balansgegevens de ex post situatie weergeven: eventueel is een kredietaanvraag wegens onvoldoende waarborgen geweigerd.

Ook voor deze ratio kan de verschillende samenstelling van het schuldkapitaal (kredietinstellingen, wegens aankoop van goederen en diensten . . .) de resultaten beïnvloeden.

Dat voor grotere ondernemingen een betere cash flow dekking van het vreemd vermogen (ratio 31) wordt geobserveerd is consistent met de voorgaande bevindingen: grote ondernemingen bezitten een lagere schuldgraad en een hogere rentabiliteit. Deze ratio weerspiegelt ook de grotere kredietwaardigheid van de grotere ondernemingen.

Aan de activazijde van de balans is er het hogervermelde verschil in het aandeel van de vaste activa in het totaal actief. Een belangrijk aspect hiervan is het aandeel van de participaties in het totaal actief (ratio 21). Voor deze ratio kunnen belangrijke dimensionele verschillen worden waargenomen. Meer dan 80 % van de ondernemingen met een bruto toegevoegde waarde hoger dan 300 mln. Bfr. bezitten participaties. Daarentegen vermelden ongeveer 80 % van de kleine ondernemingen (bruto toegevoegde waarde kleiner dan 50 mln. Bfr.) geen participaties op de balans. Het hogere aandeel van de vaste activa in het totaal actief voor grote ondernemingen wijst bijgevolg niet noodzakelijk op een meer kapitaalintensieve organisatie van de produktie (cfr. infra). Het verschil in participatiepercentage is een belangrijk gegeven. Een aantal (vooral grotere) bedrijven kunnen moeilijk als zuiver industriële bedrijven worden beschouwd, en leunen qua kenmerken eerder aan bij een portefeuillemaatschappij.

Dergelijke structurele elementen moeten eventueel in aanmerking worden genomen bij het zoeken naar een verklaring voor geobserveerde dimensionele relaties. Voor gegevens die zich uitsluitend of hoofdzakelijk in de bedrijfssfeer situeren (bijvoorbeeld de leveranciersrotatie) kan de participatiegraad evenwel geen of slechts een geringe invloed op de analyseresultaten uitoefenen.

Over het algemeen vertonen grotere ondernemingen een hogere relatieve bruto toegevoegde waarde (ratio 19). Dit zou betekenen dat grote ondernemingen gemiddeld een hogere relatieve maatschappelijk-economische bijdrage leveren dan kleinere ondernemingen. Per eenheid produktie wordt immers gemiddeld een hogere bruto toegevoegde waarde gecreëerd. Wat de verdeling van de bruto toegevoegde waarde over de verschillende produktiefactoren betreft, treden over het algemeen weinig belangrijke dimensionele verschillen op.

Het aandeel van het personeel in de bruto toegevoegde waarde (ratio 17) is gemiddeld (licht) hoger voor kleine ondernemingen. Het bedrijfsafschrijvingspercentage (ratio 30) is enigszins hoger bij grote ondernemingen. Dit wijst in de richting van een meer kapitaalintensieve organisatie van de produktie in grotere ondernemingen.

Wat het financiële kostenaandeel (ratio 39) betreft, zijn weinig verschillen

geobserveerd. Wel kan een omslag worden vastgesteld die in dezelfde zin verloopt als bij de kostenpercentageratio's (ratio's 40 en 41). Dezelfde opmerkingen zijn dan ook hier van toepassing.

Opmerkelijk is dat weinig verschillen in het toegevoegd resultaatpercentage (ratio 38) zijn gevonden, ondanks de vaststelling dat grote ondernemingen systematisch een hogere rentabiliteit bezitten (cfr. supra). Men mag evenwel niet uit het oog verliezen dat de bruto toegevoegde waarde reeds een rentabiliteitsaspect omvat.

Het toegevoegd resultaat is daarenboven geen zuivere rentabiliteitsindicator: het toegevoegd resultaat, zoals het in dit onderzoek is gedefinieerd moet worden beschouwd als een restgrootheid. De samenstelling van de bruto toegevoegde waarde situeert zich uitsluitend in de bedrijfssfeer. De verdeling ervan bevat evenwel elementen uit de financiële en/of de uitzonderlijke sfeer (bv. financiële kosten component, belastingcomponent). Een verschil in het relatief belang van de verschillende luiken (bedrijfs, financieel en uitzonderlijk) zou bijgevolg het bekomen resultaat kunnen verklaren.

Het belastingpercentage (ratio 20) vertoont ook weinig dimensionele verschillen. De enigszins lagere waarden, die worden bekomen voor kleinere ondernemingen, kunnen eventueel worden verklaard op basis van rentabiliteitsverschillen en de progressiviteit van de vennootschapsbelastingtarieven.

De vijf hierboven vermelde componenten sommeren per onderneming tot 100%. Het beheerderspercentage dat daarnaast kan worden berekend overlapt dan ook partieel met de voorgaande componenten.

Voor de investeringsratio (ratio 18) treedt een belangrijke omslag op. Lagere en hogere waarden komen relatief frequenter voor bij kleinere ondernemingen. Gemiddelde waarden zijn relatief frequenter afkomstig van grotere ondernemingen. Een verklaring (vooral voor de bovenzijde van de verdeling) ligt in de hogere stabiliteit van grotere ondernemingen. Hogere groeicijfers zijn gemakkelijker te verwezenlijken bij kleinere ondernemingen. In de investeringsfeer treden belangrijke verschillen op voor de kapitaal- en rentesubsidies. Voor beide ratio's zijn de verschillen in investeringsritme uiteraard ook van belang. De kapitaalsubsidieratio's (ratio's 23 en 24) liggen gemiddeld aanzienlijk hoger voor grotere bedrijven. Dit vloeit deels voort uit de voorwaarden die in de wetgeving zijn ingebouwd. Zo is ondermeer vereist dat minimaal 50% van de betoelaagbare investering met eigen middelen wordt gefinancierd. Hiervoor is gebleken dat de rentabiliteit en de eigen vermogensbasis lager is bij kleinere ondernemingen. Daarenboven speelt de beter bekendheid en vertrouwdheid van grotere ondernemingen met de wetgeving mogelijks een rol.⁷

Wat de interestsubsidieratio (ratio 25) betreft is het verschil heel wat minder uitgesproken. Het is niet te achterhalen in welke mate het verschil kan worden toegeschreven aan verschillen in investeringsritme.

Op te merken valt dat de KMO-wet niet van toepassing is op het grootste gedeelte van de in het onderzoek beschouwde ondernemingen. De aanvra-

gen geschieden dus in het kader van de regionale en nationale expansiewetgeving en worden dossier per dossier behandeld. Politieke lobbying vanwege grotere bedrijven is bijgevolg niet uitgesloten.

Uit het voorgaande bleek dat de financiële situatie van kleinere bedrijven minder gunstig is dan deze van grotere bedrijven.

5 Conclusies en slotbeschouwingen

In deze bijdrage is gepoogd een licht te werpen op de relatie tussen de dimensie van de onderneming en zijn financiële structuur. Diverse benaderingen zijn gevolgd. De resultaten van de verschillende analyses kunnen aanvullend worden gebruikt, daar telkens andere aspecten van het onderzochte verband worden benadrukt. Het volgende profiel kan uit de analyseresultaten worden afgeleid:

- Grote ondernemingen bezitten over het algemeen een gunstiger solvabiliteitspositie.
- Ook de samenstelling van de hoofdcomponenten (eigen en vreemd vermogen) vertoont dimensionele verschillen: kleine ondernemingen doen relatief meer beroep op leverancierskrediet en kredieten bij financiële instellingen op meer dan 1 jaar en grote ondernemingen financieren meer met korte termijn-bankkredieten en met obligaties.
- De rentabiliteit is positief gecorreleerd met de ondernemingsgrootte.
- In kleinere ondernemingen wordt evenwel een geringer gedeelte van de winst uitgekeerd. Het reserveringspercentage ligt bijgevolg hoger.
- De procentuele samenstelling van de bruto toegevoegde waarde verschilt weinig tussen grotere en kleinere ondernemingen. Opmerkelijk is nochtans dat in kleinere ondernemingen een belangrijker deel van de bruto toegevoegde waarde toevloeit aan bestuurders, zaakvoerders en commissarissen.
- Daarnaast blijken vooral grote ondernemingen een beroep te doen op kapitaalpremies en rentesubsidies.

Noten

1 De financieringsproblematiek van kleinere ondernemingen wordt behandeld in: Ooghe, H. en Rapoye, P., *Financieel beleid in de KMO's*, *Intermediair*, 12de jaargang, nr. 17, 18 september 1981, pp. 17-19, nr. 18, 25 september 1981, pp. 15-18.

Uitgebreider: Ray, G.H. en Hutchinson, P.J., *The financing and financial control of small enterprise development*, Gower publishing company limited, Aldershot, vol. 1, 1983.

2 De ondernemingen, die aan bijzondere wetten zijn onderworpen (bijvoorbeeld de kredietinstellingen, banken, privé-spaarkassen, portefeuillemaatschappijen en verzekeringsmaatschappijen), blijven bijgevolg buiten beschouwing.

3 Jegers, M. en Buijnc, W., *A note on the quality of required financial disclosure and its implications: some Belgian evidence*, University of Antwerp (Belgium) and University of Limburg (The Netherlands), January 1987, 13 pp. + tables.

4 Jegers, M. en Buijnc, W., *De jaarrekeningen op de magneetband verspreid door de Balanscentrale: een kwantitatieve en kwalitatieve analyse*, *Kwartaalschrift Accountancy en Bedrijfskunde*, 8ste jaargang, 1983, nr. 1, pp. 10-36.

Jegers, M. en Buijnc, W., *De jaarrekeningen op magneetband verspreid door de Balanscentrale: verduidelijking*, *Kwartaalschrift Accountancy en Bedrijfskunde*, 8ste jaargang, 1983, nr. 2, p. 89.

Jegers, M. en Buijnc, W., *De kwaliteit van de jaarrekeningen verspreid door de Balanscen-*

trale: nieuwe resultaten, Rijksuniversitair Centrum Antwerpen, Faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen, working paper 83-13, 1983, 8 pp.

5 Uitgebreid onderzoek omtrent de verdelingskenmerken van financiële ratio's binnen de Belgische context is door Buijnc en Jegers verricht.

Buijnc, W. en Jegers, M., Cross-sectional distributional properties of financial ratios in Belgian manufacturing industries: some empirical evidence, working paper 84/04, Rijksuniversitair Centrum Antwerpen, Faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen, 1984, 38 pp.

6 Indien er een zekere positieve correlatie tussen ouderdom en grootte van de onderneming zou bestaan, moet men daarenboven rekening houden met het feit dat grotere ondernemingen winsten konden accumuleren over een langere tijdsperiode.

7 Zie: Ooghe, H. en De Grootte, W., Onderzoek i.v.m. fiscale en directe overheidssubsidies bij Vlaamse ondernemingen, Cahiers Economiques de Bruxelles, no. 91, 3e trimestre 1981, pp. 475-502.