

# Financieringskeuze en financieringshiërarchie:

De visie van Belgische managers

*Prof. E. Durinck, Prof. E. Laveren en J. Vandenbroucke<sup>1</sup>*

## 1 Probleemstelling

De financieringsbeslissing (of vermogensstructuurbeslissing) 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 tussen het eigen en het vreemd vermogen bestaat.

Aan de hand van een schriftelijke enquête proberen wij inzicht te krijgen in de wijze waarop in de praktijk financieringsbeslissingen worden genomen en welke elementen van belang zijn bij de financieringskeuze. Bij de vraagstelling in de enquête en de interpretatie van de resultaten laten we ons inspireren door belangrijke aspecten uit de verschillende vermogensstructuurtheorieën. De kenmerkende aspecten van deze theorieën worden in punt 2 kort gesitueerd. Daarna schetsen we in punt 3 de empirische opzet en bespreken we de

resultaten van de enquête. In een laatste punt worden de meest opvallende bevindingen samengevat en geïnterpreteerd.

## 2 Vermogensstructuurtheorieën

Binnen de bedrijfseconomie wordt de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde algemeen aanvaard als de voornaamste ondernemingsdoelstelling.<sup>2</sup> De beslissingen die op termijn tot een realisatie van deze doelstelling moeten leiden, kunnen onderverdeeld worden in een drietal categorieën: dividend-, financierings-, en investeringsbeslissingen.

Modigliani en Miller (1958) toonden aan dat bovenstaande beslissingen binnen een perfecte kapitaalmarkt onafhankelijk zijn en dat enkel de investeringsbeslissingen een invloed uitoefenen op de marktwaarde van de onderneming. Bovendien zijn de vermogenskosten volgens hen constant en enkel afhankelijk van de risicoklasse waartoe de onderneming behoort.

Sinds de publicatie van deze stelling werden verschillende vermogensstructuurtheorieën ontwikkeld die enerzijds het belang aantonen van de financierings- en dividendbeslissing met betrekking tot de marktwaarde van de onderneming en anderzijds de interdependentie bestuderen van de verschillende beslissingsprocessen. Daartoe wordt telkens uitgegaan van bepaalde markt-imperfecties, die bij de 'irrelevantiestelling' van Modigliani en Miller (1958) per definitie werden uitgesloten.<sup>3</sup>

Om hun stellingen te motiveren baseren verschillende vermogensstructuurtheorieën zich op de fiscale aftrekbaarheid van de interestlasten. De 'Static Trade-off' theorie beschouwt de aftrekbaarheid van interestlasten als één van de meest

Prof. E. Durinck is gewoon hoogleraar aan de faculteit Toegepaste Economische Wetenschappen (TEW) van de Universitaire Faculteiten Sint-Ignatius te Antwerpen (UFSIA).

Prof. E. Laveren is hoofddocent aan de faculteit TEW van de UFSIA en voorzitter van het onderzoeksdépartement Bedrijfseconomie.

J. Vandenbroucke is licentiaat in de TEW en is lid van het Assisterend Academisch Personeel van de faculteit TEW, UFSIA.

De auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Ondernemingsfinanciering van de faculteit TEW van de UFSIA. Zij verrichten er binnen het departement Bedrijfseconomie onderzoek op het vlak van de financieringsbeslissing en het investeringsgedrag van ondernemingen.

doorslaggevende factoren bij het samenstellen van de vermogensstructuur die de waarde van de onderneming maximaliseert. Bij het aantrekken van bijkomend schuldkapitaal moet steeds de afweging worden gemaakt tussen de bijkomende belastingvoordelen en de toename van de verwachte faillissementskosten.

Andere theorieën steunen zich op modellen van asymmetrische informatie en agency-relaties. 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 met betrekking tot de investeringen en zijn ook eerder geneigd 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 een financieringsovereenkomst kunnen als agency kosten worden beschouwd.

De 'Free Cash Flow' theorie stelt dat het vaste aflossingsplan van de interestlasten ertoe kan bijdragen dat de vrije kasstromen<sup>4</sup> binnen de onderneming beperkt blijven. Dit verkleint de kans dat intern gegenereerde middelen zouden worden ingezet waar het bedrijfseconomisch niet verantwoord is. Het conflict van de tegenstrijdige belangen tussen managers en aandeelhouders wordt hierdoor gedeeltelijk opgelost.

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 door problemen van asymmetrische informatie tussen ondernemingsleiders en potentiële investeerders wat betreft de interne werking en financiële toestand van de onderneming. Op die manier komt Myers tot de volgende 'Pecking Order': de voorkeur gaat uit naar interne financiering, dan naar vreemd vermogen en ten slotte naar aandelenkapitaal. De kosten van deze financieringsmogelijkheden variëren van niet tot zeer gevoelig voor asymmetrische informatie (Kemna et al., 1994, p. 102). Volgens de 'Pecking Order' theorie weerspiegelt de vermogensstructuur enkel de cumulatieve financieringsbehoefte van een onderneming.

Een laatste klasse van vermogensstructuurtheorieën steunt in haar argumentatie op het idee

van Ross (1977), die als eerste een signaalfunctie verbond aan de vermogensstructuur van ondernemingen. Volgens de 'Signalling' theorie kan het agency-vraagstuk en het probleem van asymmetrische informatie gedeeltelijk worden opgelost door de informatie te benutten die in de vermogensstructuur van een onderneming bevat is.

De 'Stakeholder' theorie bouwt hierop verder. Volgens de 'Stakeholder' theorie hebben ook de impliciete rechten een grote invloed op de samenstelling van de vermogensstructuur. Via de vermogensstructuur kan aan de belanghebbenden<sup>5</sup> 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.

De vermogensstructuurtheorieën die hier kort werden vermeld bieden ieder op zich een specifieke invalshoek van waaruit de financieringsbeslissing kan worden bestudeerd. We bekijken in punt 3 of, en zo ja in welke mate, deze theoretische verbanden en relaties ook in de praktijk terug te vinden zijn. In de enquête werd gepeild naar de relevantie van achtereenvolgens de risico-rendement relatie vooropgesteld in de financiële theorie (3.1), het belang van belastingvoordelen verbonden aan vreemd vermogen (3.2), de effecten van schuldfinanciering (3.3), agency-kosten van vreemd en eigen vermogen (3.4), het belang van impliciete rechten (3.5) en de relevantie van de financieringshiërarchie zoals die in de Pecking Order theorie wordt afgeleid (3.6).

### 3 Empirisch onderzoek en resultaten

In de internationale financieringsliteratuur zijn ons slechts enkele studies bekend die op basis van een enquête onderzoek hebben verricht naar het vermogensstructuurvraagstuk, met name Toy et al. (1974), Pinegar en Wilbricht (1989) en Cools (1991). Waar mogelijk zullen we hun bevindingen met onze resultaten vergelijken.

Onze analyse is gebaseerd op de antwoorden van 106<sup>6</sup> financiële directeuren of verantwoordelijken financiering in Belgische handels- en industriële ondernemingen. De betreffende ondernemingen zijn wettelijk verplicht hun jaarrekening te publiceren volgens het volledig schema<sup>7</sup>, behaalden in 1990 een omzet van minimaal 750 miljoen BEF en hadden minstens 50 werknemers in dienst.

**Tabel 1: Rangschikking van enkele financieringsmiddelen volgens kostenaspect**

|                    | <i>Winstinhouding</i> | <i>Aandelen</i> | <i>Investeringskrediet</i> | <i>Leasing</i> | <i>Kaskrediet</i> |
|--------------------|-----------------------|-----------------|----------------------------|----------------|-------------------|
| Score <sup>1</sup> | 4,12                  | 3,96            | 3,14                       | 2,32           | 1,43              |

<sup>1</sup> 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 financieringskosten (zie ook Pinegar en Wilbricht, 1989, p.85). De financieringsvormen zijn hier gerangschikt volgens score.

### 3.1 Rangschikking van enkele financieringsmiddelen volgens kostenaspect

In eerste instantie peilen we naar de relevantie van de risico-rendement relatie die in de financiële theorie wordt afgeleid. We gaan na in welke mate financiële directeurs verscheidene financieringsvormen beoordelen in termen van de vermogenskosten en het risico dat eraan verbonden is. De vooropgestelde financieringsvormen zijn: aandelenkapitaal, winstinhouding, investeringskrediet, leasing en kaskrediet.

We zien in tabel 1 dat eigen vermogen, zowel extern (aandelenkapitaal) als intern (winstinhouding) door de respondenten als het goedkoopst worden ervaren. Daarna volgen respectievelijk het investeringskrediet, leasing en het kaskrediet. We merken op dat nieuw aandelenkapitaal overtuigend als goedkoper wordt ervaren dan bijkomende schuldfinanciering. Vanuit de financiële theorie zouden we eerder het omgekeerde verwachten.

Eenzijds is extern eigen vermogen risicokapitaal waarvoor een risicopremie boven de risico-vrije 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 gedeerde dividenduitkering. Het is mogelijk dat deze alternatieve kosten niet worden opgenomen in de perceptie van de financieringskosten 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 1 werd afgeleid.

### 3.2 Belang van belastingvoordelen

In tegenstelling tot wat in Modigliani en Miller (1963) wordt vooropgesteld, blijken de voordelen van vreemd versus eigen vermogen op fiscaal vlak zeer gering (zie tabel 2). De aftrekbaarheid van interestlasten wordt door 25% van de respondenten als niet belangrijk beoordeeld, door 27% als weinig belangrijk en door nog eens 27% als slechts middelmatig belangrijk. Ook de resultaten van vraaggesprekken met Nederlandse financiële managers tonen rond dit onderwerp een verdeelde mening (Cools, 1991).

**Tabel 2 : Belang van belastingvoordelen**

|                       | <i>Doorslag-gevend</i> | <i>Heel belangrijk</i> | <i>Middelmatig belangrijk</i> | <i>Weinig belangrijk</i> | <i>Niet belangrijk</i> |
|-----------------------|------------------------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|------------------------|
| interestgebonden      | 2,9%                   | 18,3%                  | 26,9%                         | 26,9%                    | 25%                    |
| niet-interestgebonden | 0%                     | 18,3%                  | 29,8%                         | 27,9%                    | 24%                    |

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 invloed uitoefenen op de interactie tussen de investerings- en financieringsbeslissing.

Uit de resultaten van de enquête blijkt dat een meerderheid van de respondenten (62,4%) hun financieringspolitiek zou richten op het aanhouden van meer eigen vermogen indien het belang van de niet-interestgebonden belastingvoordelen toeneemt. Een verklaring hiervoor kan gevonden worden bij DeAngelo en Masulis (1980), die stellen dat het relatieve belang van de interestaftrek teniet wordt gedaan bij een toenemend belang van niet-interestgebonden belastingvoordelen. Hiermee wordt de redenering van de 'Static Trade-off' theorie bevestigd. 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 eerder namelijk vast dat de interestgebonden belastingvoordelen weinig of geen rol spelen bij de financieringsbeslissing.

Uit het voorgaande zouden we kunnen afleiden dat de niet-interestgebonden belastingvoordelen wel invloed uitoefenen op de financieringspolitiek. Ruim 80% houdt bij de keuze tussen eigen en vreemd vermogen echter weinig tot geen rekening met de niet-interestgebonden belastingvoordelen. 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.

### *3.3 Effecten verbonden aan het gebruik van schuldfinanciering*

Het belang en de impact van de verschillende vermogensstructuurtheorieën komt vaak het best naar voor wanneer de relevante factoren van de betreffende theorieën naar waarde worden geschat. In onze enquête vroegen we de financiële verantwoordelijken naar hun opinie met betrekking tot het belang van een tiental mogelijke effecten verbonden aan schuldfinanciering.

Eerst wordt de keuze van de weerhouden effecten kort toegelicht. Voor een meer uitgebreide argumentatie rond het belang van deze determinan-

ten van de vermogensstructuur verwijzen we naar Harris en Raviv (1991), Tempelaar (1991), Laveren (1991), Cools (1993) en 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. 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* polst 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 worden aangewend ter verklaring van de samenstelling van de vermogensstructuur. 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 kredietverleners*, de *inmenging van de kredietverleners in het beleid* en de *informatieverplichting ten opzichte van de kredietverleners* zijn ingegeven door de 'Agency Cost' theorie. Daarin wordt 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 op deze politiek anticiperen door zich in te dekken en bijkomende zekerheden af te dwingen (hypotheeken, ...) 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<sup>8</sup> en vervolgens via de samenstelling van de financieringsmix die de vermogenskosten van de onderneming minimaliseert. Op basis van de rangschikking volgens kostenaspect die in tabel 1

**Tabel 3: Effecten verbonden aan schuldfinanciering**

|                                                | Score <sup>(1)</sup> |
|------------------------------------------------|----------------------|
| groei van het bedrijf stimuleren               | 3,65                 |
| rendabiliteit van het EV verhogen              | 3,55                 |
| snelheid om over nieuwe middelen te beschikken | 3,27                 |
| verlaging kost financieringsmix                | 3,20                 |
| interest als vaste kasuitgave                  | 3,17                 |
| financiële moeilijkheden                       | 3,16                 |
| inmenging kredietverleners                     | 3,04                 |
| beperkingen door kredietverleners              | 2,94                 |
| verplichte aflossingen                         | 2,76                 |
| informatieplicht                               | 2,34                 |

<sup>(1)</sup> 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.

werd weergegeven, zouden we evenwel vermoeden dat het belang van deze elementen eerder als gering wordt ingeschat.

Vervolgens doen ondernemingen vaak 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.

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 3 vat de resultaten samen. In wat volgt belichten we de meest opvallende resultaten.

Net als bij de enquête-resultaten van Pinegar en Wilbricht (1989) blijkt de mogelijkheid om de groei te versnellen één 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 invloed van schuldfinanciering in de vorm van interesten als een vaste financiële uitgave 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, wijzen deze resultaten in de richting van een disciplinerend effect verbonden 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 viel op dat de meningen wat dit effect betreft verder gelijk verdeeld zijn.

De invloed van de kredietverleners 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 kredietverleners globaal als minder belangrijk worden beschouwd.

### 3.4 Agency- en transactiekosten van vreemd en eigen vermogen

Bij het afwegen van de verschillende financieringsvormen spelen, naast de 'expliciete' vermo-

**Tabel 4: Agency- en transactiekosten verbonden aan schuldfinanciering.**

|                      | <i>Verlies<br/>aan<br/>controle</i> | <i>Verlies<br/>opportunities door<br/>beperkende clauses</i> | <i>Uitgifte<br/>kosten</i> | <i>Kosten voor<br/>toezicht en/of<br/>controle</i> | <i>Kosten<br/>verbonden aan<br/>informatieplicht</i> |
|----------------------|-------------------------------------|--------------------------------------------------------------|----------------------------|----------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| Score <sup>(1)</sup> | 3,13                                | 3,05                                                         | 2,44                       | 2,42                                               | 2,10                                                 |

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

genskosten, ook meer 'impliciete' kostenelementen een rol. Deze houden verband met de agency-relatie tussen enerzijds de managers en de schuldeisers en anderzijds tussen de managers en de aandeelhouders.

#### *a Schuldfinanciering*

De verschillende vermogensstructuurtheorieën maken in verband met schuldfinanciering vaak melding van de volgende agency- en transactiekosten: het verlies aan opportuniteiten door beperkende clauses, de toezichtskosten en/of controlekosten, de uitgiftekosten, het verlies aan controle en de kosten om relevante informatie over te brengen naar de schuldeisers. Of deze factoren de financieringsbeslissing inderdaad kunnen beïnvloeden gingen we na door de respondenten te vragen ze in volgorde van belangrijkheid te rangschikken.

Ruim één derde van de respondenten beschouwt het verlies aan controle en het verlies aan opportuniteiten door beperkende clauses als zeer belangrijk. Net als in tabel 3 krijgen deze agency-kosten in tabel 4 de hoogste score.

Wanneer we de agency-kosten dus afzonderlijk bekijken, dan stellen we vast dat een te hoge schuldratio wordt ervaren als een aantasting van de beleidsautonomie. Hieruit blijkt duidelijk het standpunt van de financiële manager als bedrijfsverantwoordelijke. De meest relevante effecten verbonden aan schuldfinanciering uit tabel 3 (financiële hefboomwerking en disciplinerend karakter van interestbetalingen) kunnen we eerder als een verdediging van de aandeelhoudersbelangen beschouwen. Dit wordt in het volgende punt nogmaals benadrukt.

#### *b Aandelenkapitaal*

Op basis van tabel 1 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.

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.

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 van de 'Pecking Order', waar aandelenkapitaal als laatste wordt gerangschikt.

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 5 blijkt vooral het verlies aan controle een belangrijke rol te spelen wanneer overwogen wordt om nieuw aandelenkapitaal aan te trekken. Binnen de Pecking Order theorie draagt dit aspect van het agency-probleem tussen aandeelhouders en managers bij tot de rangschikking

**Tabel 5: Agency- en transactiekosten verbonden aan aandelenkapitaal**

|                      | <i>Verlies aan<br/>controle</i> | <i>Dilutie-<br/>effect</i> | <i>Toezichts-<br/>kosten</i> | <i>Uitgifte-<br/>kosten</i> | <i>Informatie-<br/>kosten</i> |
|----------------------|---------------------------------|----------------------------|------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| Score <sup>(*)</sup> | 3,07                            | 2,69                       | 2,52                         | 2,48                        | 1,96                          |

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

van de verkozen financieringsvormen. We merken evenwel op dat hetzelfde effect bij schuldfinanciering eveneens als belangrijkste werd beoordeeld, terwijl we uit tabel 3 een erkenning konden afleiden van de financiële hefboomwerking en het disciplinerend karakter van bijkomend vreemd vermogen. Deze vaststellingen doen vermoeden dat het aantrekken van nieuwe financiële middelen, zij het vreemd of eigen vermogen, door financiële directeuren als een potentiële bedreiging wordt ervaren van hun beleidsautonomie.

Vragen we echter naar een algemene rangschikking van de financieringsvormen volgens de voorkeur van de ondervraagden, dan krijgen we een beeld van wat we op basis van de meest intuïtieve vermogensstructuurtheorie mogen verwachten (zie hierna, tabel 6).

### 3.5 Impliciete rechten

In het licht van de 'Signalling' theorie benadrukt de 'Stakeholder' theorie het belang van de relatie tussen de onderneming en haar belangheb-

benden. Het overgrote deel van de respondenten vindt de impliciete rechten echter van minder belang. De percentages bij de rubrieken niet tot middelmatig belangrijk bedroegen respectievelijk 33,3%, 31,3% en 32,3%. Nederlandse financiële managers onderkennen wel het belang van stakeholders, alhoewel de meningen verdeeld zijn over het belang van de verschillende partijen bij het voeren van een bedrijfsbeleid (Cools, 1991)

Op de vraag of de respondenten meer eigen vermogen of vreemd vermogen zouden aanhouden wanneer het belang van impliciete rechten toeneemt, werd evenwel eensgezind geantwoord. Bijna 83% verkiest in dergelijke situatie meer eigen vermogen aan te trekken. Om een gunstige waardering van de impliciete rechten te stimuleren pogen de financiële verantwoordelijken aan de hand van een sterke financiële structuur een positief signaal te geven.

### 3.6 Financieringshiërarchie

Volgens de 'Pecking Order' theorie wordt bij de keuze van de financieringsvorm een bepaalde

**Tabel 6: Rangschikking van enkele financieringsvormen**

| <i>Financieringsvorm</i>       | <i>Score <sup>(*)</sup></i> |
|--------------------------------|-----------------------------|
| aanwezige liquiditeiten        | 3,75                        |
| ingehouden winsten             | 3,22                        |
| gewone schulden                | 2,82                        |
| gewone aandelen                | 2,28                        |
| dividend payout ratio verlagen | 2,12                        |
| achtergestelde lening          | 2,11                        |
| converteerbare schulden        | 1,25                        |
| warrantlening                  | 1,18                        |

<sup>(\*)</sup> De score werd berekend door de percentages horende bij de 1<sup>o</sup> tot 4<sup>o</sup> orde te vermenigvuldigen met respectievelijk 4 tot 1.

volgorde in acht genomen en reflecteert de vermogensstructuur van een onderneming enkel de gecumuleerde financieringsbehoefte uit het verleden. In de enquête beweert 68% van de ondervraagden bij de keuze van de financieringsmogelijkheden inderdaad een bepaalde volgorde na te streven. In het onderzoek van Cools (1991) was dit 86%. Of deze volgorde overeenstemt met de theoretische, kunnen we afleiden aan de hand van tabel 6.

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 grote belang dat wordt gehecht aan aanwezige liquiditeiten en ingehouden winsten weerspiegelt opnieuw de vrees voor verlies aan controle indien beroep wordt gedaan op externe financiële middelen.

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<sup>o</sup> orde gerangschikt. Dit wijst erop dat de dividendpolitiek weinig wordt gewijzigd, wat de 'Pecking Order' theorie ook expliciet als hypothese formuleert.<sup>9</sup> 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, p.20).

#### 4 Conclusie

Op basis van de perceptie van de financieringskosten wordt aandelenkapitaal boven schuldfinanciering verkozen. Deze vaststelling gaat in tegen de risico-rendement relatie uit de financiële theorie en de opvattingen van bepaalde vermogensstructuurtheorieën die onder meer wijzen op de fiscale voordelen van interestbetalingen.

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 vermogensstructuurbeslissing. Wel vonden we in de enquête een bevestiging van

het disciplinerend aspect dat uitgaat van de periodieke interestbetalingen. Schuldfinanciering krijgt eveneens de voorkeur indien dit bijdraagt tot een vermindering van de gewogen gemiddelde vermogenskost van de onderneming.

Het verlies aan controle bij het aantrekken van nieuwe financiële middelen wordt algemeen als een belemmering van de beleidsautonomie ervaren, zowel wanneer het nieuw vreemd als nieuw eigen vermogen betreft. In de rangschikking van enkele mogelijke financieringsvormen kregen aanwezige liquiditeiten en ingehouden winsten dan ook de voorkeur. De financieringshiërarchie die we uit de antwoorden kunnen afleiden stemt trouwens volledig overeen met deze die door de Pecking Order theorie wordt vooropgesteld.

---

#### L I T E R A T U U R

- Barton, S.L., N.C. Hull, en S. Sundaram, (1989), An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure, *Financial Management*, vol. 18, pp. 36-44.
- Baskin, J., (1989), An empirical investigation of the Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, vol. 18, pp. 26-35.
- Cools, K., (1990), Determinanten van de vermogensstructuur, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jrg. 64, pp. 368-377.
- Cools, K., (1991), Financiële topmanagers over hun vermogensstructuur, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jrg. 65, pp. 87-101.
- Cools, K., (1993), *Capital Structure Choice - confronting (meta)theory, empirical test and executive opinions*, Uitgeverij H. Gianotten B.V..
- Cornell, B. en A.C. Shapiro, (1987), Corporate Stakeholders and Corporate Finance, *Financial Management*, vol. 16, pp. 5-14.
- DeAngelo, H. en R.W. Masulis, (1980), Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp. 3-29.
- Durinck, E., E. Laveren, en C. Pas, (1993), Organisatie en draagwijdte van de financiële functie: resultaten van een empirisch onderzoek, *Working Paper* 93-181, UFSIA - CBB, 50 p.
- Durinck, E. en E. Laveren, (1994), De financiële evaluatie van investeringsprojecten in Belgische ondernemingen, in Martens, R. en K. Vandenbempt, *Strategisch Bekeken*, MYS & Breesch, Gent.
- Durinck, E., E., Laveren, J. Vandenbroucke, 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 p.

- Haan, L. de, (1995), Dividendbeleid van Nederlandse beursondernemingen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs-economie*, jrg. 69, pp. 774-785.
- Harris, M. en A. Raviv, (1991), The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 297-355.
- 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, pp. 305-360.
- Jensen, M.C., (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.
- Kemna, A.G.Z., T. Kloek, en A. Pieterse, (1994), Een longitudinaal vermogensstructuuronderzoek van Nederlandse ondernemingen, in Soppe, A.B.M. et al., *Financiering en Belegging*, Erasmus Universiteit, Rotterdam.
- Laveren, E., (1991), Meer dan drie decennia denken over het vraagstuk van de optimale kapitaalstructuur, *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, vol. 45, pp. 677-703.
- Lewis, T. en D. Sappington, (1995), Optimal capital structure in agency relationships, *RAND Journal of Economics*, vol. 26, pp. 343-361.
- Masulis, R.W., (1989), *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge.
- Modigliani, F. en M.H. Miller, (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.
- Modigliani, F. en M.H. Miller, (1963), Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *American Economic Review*, vol. 53, pp. 433-443.
- Myers, S.C., (1984), The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, vol. 39, pp. 575-592.
- Myers, S.C., (1993), Still searching for an optimal capital structure, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, pp. 4-14.
- Pinegar, J.M. en L. Wilbricht, (1989), What managers think of capital structure theory: a survey, *Financial Management*, vol. 18, pp. 82-91.
- Ross, S.A., (1977), The determination of financial structure: the incentive signalling approach, *Bell Journal of Economics*, vol. 8, pp. 23-40.
- Tempelaar, F.M., (1991), Theorie van de ondernemingsfinanciering, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jrg.65, pp. 284-298.
- Titman, S., (1984), The effect of capital structure on a firm's liquidation decision, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 137-151.
- Toy, A., L. Remmers, en T. Beekhuizen, (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, pp. 875-886.

## NOTEN

1 De auteurs wensen de redactieraad te danken voor de constructieve opmerkingen bij een eerdere versie van dit artikel. Dank is ook verschuldigd aan Dr. Ir. A.J.T.M. Weeren voor het nalezen van de tekst.

2 Uit onderzoek is gebleken dat bedrijfsleiders vaak andere ondernemingsdoelstellingen naar voor schuiven. De vraaggesprekken van Cools (1991) met Nederlandse financiële managers toonden aan dat maximalisatie van de aandeelhouderswaarde als doelstelling slechts op de vierde plaats werd gerangschikt.

3 Deze stelling geldt enkel onder welbepaalde assumpties. Zo wordt er onder meer abstractie gemaakt van zowel vennootschaps- als personenbelastingen. Voor een ruimere bespreking van de 'irrelevantiestelling' zij verwezen naar Tempelaar (1991, p. 289).

4 Met de vrije kasstromen worden de liquide middelen bedoeld die overblijven nadat alle investeringen met een positieve netto contante waarde werden uitgevoerd.

5 Met stakeholders of belanghebbenden en hun impliciete rechten wordt bedoeld: klanten die rekenen op een dienst na verkoop en onderhoud, leveranciers die een vlotte opvolging van hun contracten verwachten,...

6 Dit stemt overeen met een respons van 13%. Gegeven de uitgebreide vragenlijst (25-30 blz.), de specialisatie van het onderwerp (naast de vermogensstructuur werden ook andere financiële aspecten behandeld) en de specifieke doelgroep (financiële directeurs van grote ondernemingen) wordt deze respons door de auteurs als gunstig beoordeeld. In de toegestuurde antwoorden vinden we een gelijke vertegenwoordiging van de volgende sectoren: handel en horeca, chemische nijverheid, metaalverwerkende nijverheid en andere verwerkende nijverheid. Vervoer en verkeer, de bouwnijverheid en de energiesector namen slechts in heel beperkte mate deel.

7 Belgische ondernemingen zijn verplicht hun jaarrekening op te stellen volgens het volledig schema indien ofwel het jaargemiddelde van het personeelsbestand meer dan 100 bedraagt, ofwel minimum twee van de volgende criteria worden overschreden: 1) jaargemiddelde van het personeelsbestand 50, 2) jaaromzet (exclusief BTW) 170 miljoen BEF, 3) balanstotaal 85 miljoen BEF.

8 Door opname van bijkomend vreemd vermogen kan het rendement van het eigen vermogen gestimuleerd worden. 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.

9 In Haan (1995) wordt een uitgebreid overzicht gegeven van mogelijke dividendpolitieken en hun situering binnen de verschillende vermogensstructuurtheorieën.