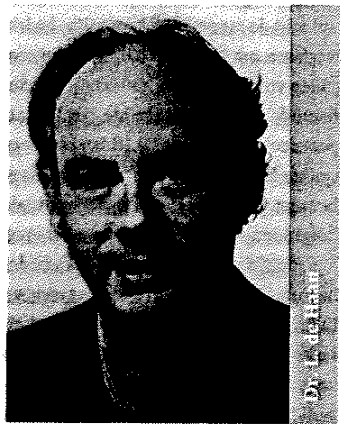
Nederlandse bedrijven prefereren interne financiering

Nederlandse bedrijven financieren zich bij voorkeur intern (uit ingehouden winsten), omdat extern kapitaal (bankkrediet, obligatieleningen of aandelenkapitaal) soms moeilijk te krijgen is of tegen hogere kosten. Het financieringsgedrag van Nederlandse bedrijven vertoont daarmee veel overeenstemming met de zogenoemde pikordetheorie, volgens welke bedrijven een vaste rangorde of 'pikorde' hanteren bij de keuze tussen verschillende financieringsbronnen.



Bedrijven hebben kapitaal nodig om te kunnen investeren. Er zijn ruwweg drie mogelijkheden om daaraan te komen: winstinhouding, schuldfinanciering en aandelenemissie. Figuur 1 op pagina 5 toont de financieringswijze van (niet-financiële) beursondernemingen in de periode 1966-1994. Aandelenkapitaal blijkt het minst gebruikt te worden. Met name in de jaren zeventig werd deze externe bron van eigen vermogen slechts mondjesmaat aangeboord, hetgeen samenhing met het slechte beursklimaat van die jaren. Zodra het beursklimaat in de jaren tachtig verbeterde werden aandelenemissies populairder. Schuldfinanciering nam steeds een vrij prominente plaats in bij de financiering van de investeringen, evenals winstinhouding. Alleen in de jaren zeventig stak de winstinhouding wat magertjes af, maar dat kwam doordat de winsten toen sterk onder druk stonden. Vanaf 1980 zijn de winsten sterk gestegen en een groot deel daarvan is ingehouden (dus niet als dividend uitgekeerd; zie figuur 2 op pagina 5).

Asymmetrische informatie

Interne financiering neemt zo'n belangrijke plaats in omdat externe of kapitaalmarktfinanciering relatief duur of lastig kan zijn. De oorzaak daarvan is vaak gelegen in de gebrekkige kennis omtrent de onderneming bij de kapitaalverschaffers. Het management van een bedrijf weet uiteraard meer over zijn eigen kwaliteiten en die van de investeringsprojecten dan de potentiële geldschieters. Dit wordt in de literatuur aangeduid met asymmetrische informatie. Het gevolg van asymmetrische informatie is dat externe financiering soms fors duurder kan uitpakken dan interne financiering. De reden hiervoor is dat beleggers, vanwege hun twijfels omtrent de kwaliteit van het bedrijf of het management, minder willen betalen voor een aandeel of obligatie. En dat betekent voor de onderneming dus hogere kapitaalkosten.
Wat kan een bedrijf doen, dat geconfronteerd wordt met hogere kapitaalkosten als gevolg van asymmetrische informatie? Daarover zijn in de literatuur verschillende gedragshypothesen geformuleerd.

Volgens de agency-theorie kan de onderneming proberen het de bestaande aandeelhouders zoveel mogelijk naar de zin te maken. Zo kan het management van een onderneming die veel winst maakt en daardoor over veel kasgeld beschikt, besluiten meer dividend uit te keren, aandelen terug te kopen of meer schuldverplichtingen aan te gaan, om vooral niet de schijn te wekken geld achter te houden of op de lauweren te rusten.

Volgens de pikordetheorie zal het bedrijf zich terugtrekken van de kapitaalmarkt en zich zoveel mogelijk intern financieren. Als je jezelf financiert ben je immers niet afhankelijk van kapitaalverschaffers van buiten en heb je dus ook geen last van problemen van asymmetrische informatie. Wel maakt het bedrijf zijn investeringen daarmee afhankelijk van de hoeveelheid beschikbare winst. Wordt een jaar minder winst gemaakt, dan kan ook minder worden geïnvesteerd, tenzij het bedrijf liquiditeiten achter de hand heeft. Bedrijven kunnen ervoor zorgen dat er voldoende interne middelen zijn, door tijdig winst te reserveren voor toekomstige investeringen. Verder kan het bedrijf in geval van nood een keer geen of minder dividend uitkeren om zodoende meer winst vrij te maken voor de investeringen. Mocht dit alles onvoldoende soelaas bieden, dan kan het bedrijf de investeringen uitstellen of alsnog een beroep op de kapitaalmarkt doen. In het laatste geval zal het bedrijf eerst voor schuldfinanciering kiezen en aandelenemissie zo lang mogelijk uitstellen, omdat asymmetrische informatie de emissiekoers van aandelen sterker omlaag drukt dan bijvoorbeeld die van obligaties. Aandeelhouders hebben namelijk in het algemeen minder zekerheid omtrent hun toekomstige inkomen uit belegging dan obligatiehouders en dit verschil weerspiegelt zich in de prijs. Genoemde vaste rangorde bij de keuze tussen de verschillende financieringsvormen (eerst intern, vervolgens vreemd vermogen en dan pas aandelen) staat in de literatuur bekend als de 'pikorde'.

Het bedrijf kan ook naar de bank stappen voor een onderhandse lening. Maar volgens de theorie van de kredietrantsoenering liggen ook daar problemen van asymmetrische informatie op de loer. Banken mogen dan bij uitstek bedreven zijn in het vergaren van informatie over de kredietwaardigheid van bedrijven, ook zij zijn niet helderziend. Natuurlijk kunnen ze, als ze een bedrijf niet helemaal vertrouwen, om een hogere rente vragen als vergoeding voor het eventuele extra risico. Maar hoe hoog moet die opslag

dan precies zijn? Het dilemma waarmee banken zitten, is dat als ze alle bedrijven over één kam scheren, door aan iedereen eenzelfde rente-opslag te berekenen, ze wellicht de meest kredietwaardige bedrijven wegjagen omdat die zo'n opslag niet terecht zullen vinden. En dan houden de banken uiteindelijk alleen de slechte kredieten in portefeuille over, wat zal leiden tot meer verliezen. Daarom zullen banken – als ze het niet vertrouwen – niet snel een veel hogere rente berekenen, maar eerst vragen om additionele informatie of zekerheden en in sommige gevallen ook krediet weigeren. In het laatste geval is sprake van kredietrantsoenering. Kredietrantsoenering betekent wel dat bepaalde bedrijven die op bankkrediet zijn aangewezen, moeilijk aan financiële middelen kunnen komen.

Volgens de *signaleringstheorie* kunnen bedrijven op voorhand een goede indruk proberen te maken op de potentiële kapitaalverschaffers, om zodoende makkelijker en tegen lagere kosten aan kapitaal te kunnen komen. Er zijn legio manieren waarop bedrijven door middel van hun financieringsgedrag signalen aan de markt kunnen geven. Een voorbeeld is een dividendverhoging, die de beleggers duidelijk moet maken dat het bedrijf in de toekomst echt meer winst denkt te maken. Volgens deze signaleringstheorie zullen bedrijven, in tegenstelling tot wat de pikordetheorie zegt, wel lang aarzelen met het verlagen van het dividend omdat daarvan een negatief signaal uit kan gaan.

De feiten

Welke van bovenstaande theorieën vinden in het feitelijke gedrag van Nederlandse bedrijven ondersteuning? Om deze vraag te beantwoorden zijn cijfers uit jaarrekeningen van een groot aantal beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde bedrijven geanalyseerd en is daarnaast een groot aantal financiële managers naar hun gedrag en motieven gevraagd. Daaruit komt naar voren dat de pikordetheorie de meest adequate beschrijving biedt van het feitelijke financieringsgedrag van Nederlandse bedrijven. De belangrijkste aanwijzingen hiervoor worden hieronder kort opgesomd.

Voorkeur voor interne financiering...
Volgens de pikordetheorie financieren bedrijven zich in eerste instantie liefst zoveel mogelijk intern (uit ingehouden winsten), en indien ze alsnog extern vermogen aantrekken, lenen (bankkrediet of obligaties) ze eerst en geven dan pas aandelen uit. Blijkens tabel 1 is dit inderdaad het geval. Meer dan de helft (54%) van de bedrijven financiert zich bij voorkeur intern. Een kwart (26%) van de bedrijven financiert zich zelfs uitsluitend intern. Schuldfinanciering komt bij 40% van de bedrijven op de tweede plaats, aandelenemissie bij 30% op de derde.

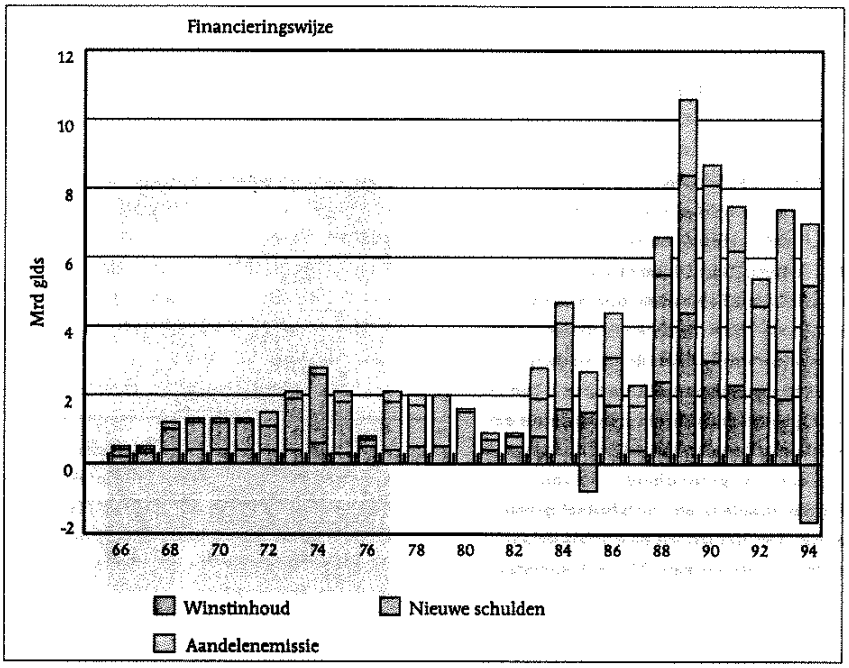
... als gevolg van problemen van asymmetrische informatie
Volgens de pikordetheorie heeft de voorkeur voor interne financiering te maken met problemen van asymmetrische informatie op de kapitaalmarkt. Deze maken externe financiering duur en/of lastig te realiseren. Een relatief groot deel (35%) van de bedrijven schrijft de voorkeur voor interne financiering toe aan het feit dat extern kapitaal onvoldoende beschikbaarheid is. In dit verband komt uit het onderzoek verder naar voren dat een deel van de bedrijven bij het investeren aanloopt tegen financiële restricties. Vooral bedrijven die weinig winst maken en/of krap bij kas zitten moeten investeringsplannen wegens gebrek aan middelen uit- of zelfs afstellen.

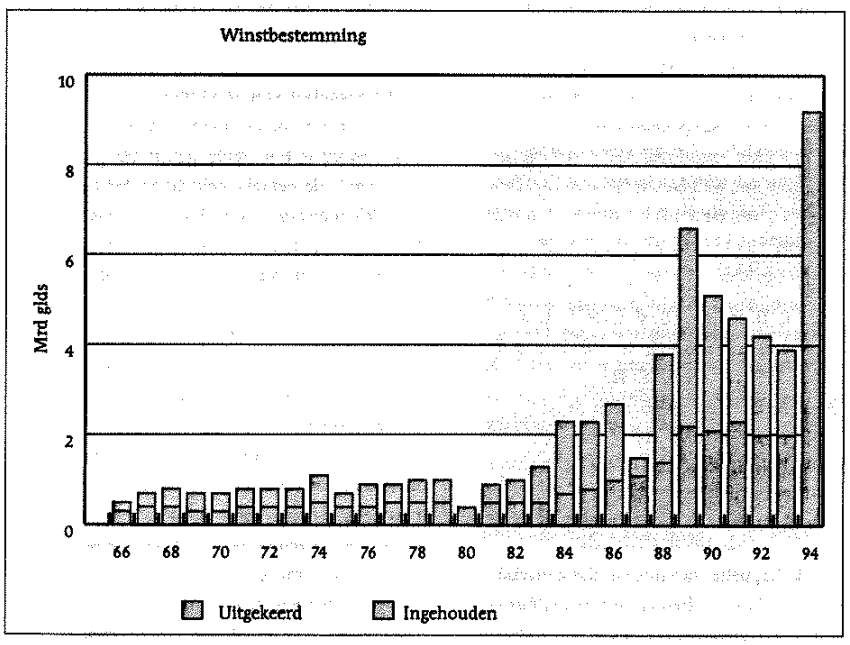
Liquiditeiten bestemd voor toekomstige investeringen...
Volgens de pikordetheorie hechten bedrijven veel waarde aan een reserve liquide middelen om te voorkomen goede investeringsplannen te moeten afblazen wegens gebrek aan financiële middelen. Inderdaad leggen Nederlandse bedrijven spaarpotjes aan om de financiering van toekomstige investeringen zeker te stellen. Bijna 40% van de bedrijven had in 1991 liquide middelen gereserveerd voor toekomstige investeringen (waarvan 9% voor toekomstige overnames). Daarbij potten ze, vooral als er veel winst wordt gemaakt, soms aanzienlijk meer geld op dan nodig voor het afwikkelen van de normale transacties.

...die daardoor sterk afhankelijk zijn van de beschikbare interne middelen
Een gevolg van pikordefinanciering is dat investeringen erg gevoelig zijn voor winstfluctuaties, omdat bedrijfsinvesteringen voornamelijk uit de winst worden gefinancierd. Investeringen blijken inderdaad sterk te correleren met de gerealiseerde winst. De hoeveelheid interne middelen is volgens de onderzoeksresultaten zelfs een belangrijkere voorwaarde voor investeringen dan een lage

	Eerste voorkeur	Tweede voorkeur	Derde voorkeur
Financieringsvorm:			
Intern	54	11	1
Vreemd vermogen	18	40	8
Aandelen	3	7	30
Geen voorkeur	25	–	
Niets genoemd op 2e/3e plaats		42	61
Totaal	100	100	100
Factoren van belang voor voorkeur:			
(On)voldoende beschikbaarheid vreemd vermogen			35
Fiscaal voordeel winstinhouding t.o.v. dividenduitkering			20
Fiscaal voordeel vreemd t.o.v. eigen vermogen			16
Extern vermogen te duur			17
Geen, bedrijf financiert zich uitsluitend intern			26

Tabel 1 Voorkeur voor financieringsvormen (procenten van het aantal bedijven)





rentestand waaraan traditioneel een groot gewicht wordt toegekend. Het feit dat bedrijven winstfluctuaties niet opvangen door meer of minder extern vermogen aan te trekken, kan worden gezien als een aanwijzing voor het optreden van problemen van asymmetrische informatie op de kapitaalmarkt.

Dividendbeleid ondergeschikt aan investeringsbeleid

Bedrijven die van plan zijn veel te investeren keren minder dividend uit om interne middelen te sparen. In het algemeen geven bedrijven om dezelfde reden winstdalingen sneller dan winststijgingen door in het dividend aan de aandeelhouders. Dit dividendbeleid past bij pikordefinanciering, maar strookt niet met de signaleringstheorie volgens welke bedrijven hun dividend juist eerder zullen verhogen dan verlagen omdat goed nieuws nu eenmaal leuker is dan slecht nieuws.

Ontwikkeling solvabiliteit in sterke mate winstgerelateerd

Bedrijven die veel winst maken hebben vaak ook een hoge solvabiliteit, d.i. een groot aandeel van het eigen vermogen in het totale vermogen. Dit is een duidelijke vingerwijzing naar pikordefinanciering, temeer daar dit positieve verband tussen winst en solvabiliteit de agency-theorie tegenspreekt, aangezien die juist voorspelt dat bedrijven die goed in de slappe was zitten er beter aan doen om het aandeel van het eigen vermogen in het totale vermogen terug te brengen.

Conclusie

Het financieringsgedrag van Nederlandse bedrijven vertoont de meeste overeenkomsten met de pikordetheorie, volgens welke informatieproblemen bij het aantrekken van extern kapitaal leiden tot een voorkeur voor interne financiering. Bedrijven reserveren daarom zoveel mogelijk winst om geld achter de hand te hebben voor toekomstige investeringen of overnames. Door dit streven naar zelffinanciering kan het liquiditeitsbezit van bedrijven soms aanzienlijk oplopen. Als bedrijven meer willen investeren dan ze aan eigen middelen beschikbaar hebben, doen ze soms alsnog een beroep op de kapitaalmarkt. In die gevallen trekken ze meestal eerst vreemd vermogen aan en overwegen daarna pas aandelenfinanciering.

door Dr L. de Haan (De Nederlandsche Bank)

■

Noot

1 Dit artikel is gebaseerd op mijn proefschrift, getiteld Financial Behaviour of the Dutch Corporate Sector en te bestellen bij Thesis Publishers Amsterdam (tel. 020-6255429).