

J. Spronk en D. van der Wijst

1. Inleiding

In Nederland behoort bijna 99% van de bedrijven tot het Midden- en Kleinbedrijf (MKB)¹⁾. In het MKB is ruim 50% van de beroepsbevolking werkzaam en wordt circa 50% van de toegevoegde waarde gerealiseerd. In termen van investeringen en kapitaalgoederenvoorraad is het MKB bij benadering even groot als het binnenlands deel van de ter beurze genoteerde ondernemingen (zie Van der Wijst [1989] voor enige tentatieve berekeningen). Ondanks dit grote aandeel van het MKB in de economische activiteit (inclusief de financiering daarvan), mag deze sector van het bedrijfsleven zich niet in een grote belangstelling van de financieringsdiscipline verheugen. Wie de bijdragen aan de voorafgaande elf Finbeldagen overziet kan slechts tot de conclusie komen dat het MKB niet meer dan een marginale rol speelt in de bestudering van het financieringsvraagstuk.

De oorzaak van deze geringe belangstelling kan in twee richtingen worden gezocht. Enerzijds is het mogelijk, dat de inzichten, die de afgelopen decennia in de financieringstheorie zijn verworven, geacht worden een geringe mate van toepasbaarheid voor kleine bedrijven te hebben. Een beschrijving van het financieringsgedrag in termen van vermogensmarktwaarden, zoals de financieringstheorie die geeft, zou voor het MKB goeddeels irrelevant zijn door het ontbreken van adequaat functionerende vermogensmarkten. De bestudering van de financiering van kleine bedrijven zou dan ook veeleer een zaak zijn van ad hoc redeneringen en min of meer toevallige (privé) omstandigheden, dan een zaak van de op de theorie gebaseerde "mainstream" van het financieringsonderzoek. In deze visie passen ook de berichten m.b.t. de "chronische onderkapitalisatie" van kleine bedrijven, die met een zekere regelmaat verschijnen, gewoonlijk vergezeld van een roep om overheidsingrijpen teneinde de gebrekkige werking van het marktmechanisme te corrigeren en de "vermogensvoorziening" aan kleine bedrijven veilig te stellen.

Anderzijds kan aan de geringe belangstelling vanuit het financieringsvak de veronderstelling ten grondslag liggen, dat de inzichten van de financieringstheorie in gelijke mate gelden voor zowel grote als kleine bedrijven, zodat aparte aandacht voor het MKB overbodig is. Deze gedachtengang wordt, impliciet of expliciet, gevolgd in veel studieboeken op het terrein van de financiering, waarin op uiterst summiere wijze aandacht aan de verschillen tussen grote en kleine bedrijven geschonken wordt, veelal in de vorm van enige extra mogelijkheden en beperkingen voor kleine bedrijven (zie b.v. Neave and Wiginton [1981]). De welhaast exclusieve aandacht in de theoretische literatuur voor grote, genoteerde bedrijven zou dan ook op niet meer berusten dan op praktische overwegingen m.b.t. de geschiktheid en beschikbaarheid van cijfermateriaal, e.d. Beide redeneringen dragen echter meer het karakter van een hypothese dan van een conclusie en lijken daarom op voorhand een weinig bevredigend uitgangspunt voor de bestudering van het financieringsvraagstuk in het MKB te bieden.

Het doel van deze bijdrage is te inventariseren welke verschillen (en oorzaken daarvan) tussen grote en kleine bedrijven in de financieringsliteratuur naar voren worden gebracht en welke conclusies hieruit voor de financiering van het MKB, en het onderzoek daar naar, kunnen worden getrokken. Hierbij zal de aandacht met name gericht zijn op een drietal terreinen, waarop zich dergelijke verschillen kunnen manifesteren:

- waargenomen financieringsverhoudingen: welke verschillen zijn in empirische onderzoeken in de literatuur aangetroffen, welke verklaringen worden daarvoor aangedragen en zijn deze verschillen en verklaringen in een theoretisch raamwerk te plaatsen;
- de organisatie van vermogensmarkten: via welk transactiemechanisme komt een financieringsovereenkomst tot stand, welke marktpartijen zijn daarbij betrokken en welke financieringsfiguren worden hierbij gehanteerd;
- het functioneren van vermogensmarkten: welke, aan de bedrijfsomvang gerelateerde, marktimperfecties worden in de literatuur vermeld.

Bij het eerste aandachtspunt gaat het om schaafeffecten in gepubliceerd, empirisch onderzoek en dus niet noodzakelijkerwijs om de tegenstelling tussen MKB en grote bedrijven. Bij het tweede aandachtspunt ligt het

accent op het onderscheid tussen MKB en ter beurze genoteerde bedrijven, terwijl de marktimperfecties onder het derde aandachtspunt veelal in de context van effectenbeurzen besproken worden.

De genoemde drie aandachtspunten worden in de volgende drie paragrafen besproken. Deze bijdrage wordt besloten met enige conclusies en een bespreking van de mogelijkheden en moeilijkheden, die bestudering van het financieringsvraagstuk vanuit theoretisch perspectief in het MKB biedt.

2. Waargenomen financieringsverhoudingen

De invloed van de bedrijfsomvang op de financieringsverhoudingen, m.n. de mate waarin met vreemd vermogen is gefinancierd, wordt in de empirische literatuur vanuit een tweetal invalshoeken benaderd. Aan de ene kant treft men studies met een beschrijvend karakter aan, waarin financiële gegevens van twee of meer grootte-klassen met elkaar worden geconfronteerd. Gewoonlijk bevatten deze studies ook een opsomming van mogelijke oorzaken van verschillen tussen de klassen. Aan de andere kant wordt de bedrijfsomvang als verklarende variabele gebruikt in analyses van de keuze van ondernemingen tussen aandelen- en obligatie-emissies.

Tabel 1 Overzicht empirische studies naar schaaleardeffecten

Studie:	Samenhang bedrijfsomvang en schuldratio resp. emissiekans schuld		
	+	0	-
<u>Beschrijvende studies:</u>			
Brigham [1967]			X
Toy et al. [1974]		X	
Remmers et al. [1974]		X	
Scott & Martin [1975]	X		
Walker & Petty [1978]			X
Ferri & Jones [1979]			X
Tamari [1980]	X	X	X
Huisman & Boon [1984]	X		
State of Small Business [1986]	X		X
<u>Emissie studies:</u>			
Baxter & Cragg [1970]			X
Taub [1975]			X
Marsh [1982]			X

In deze studies is de bedrijfsomvang meestal maar één van de vele variabelen die in de beschouwingen worden betrokken. In tabel 1 worden de resultaten van 12 empirische studies op dit gebied in kwalitatieve termen en in chronologische volgorde samengevat.

Zoals tabel 1 aangeeft, is er een opvallend gebrek aan eenstemmigheid m.b.t. de richting van het schaaffect in de beschrijvende, empirische studies. Een kleine bedrijfsomvang kan zowel samengaan met een hoge (+) als met een lage (-) als met een gemiddelde schuldratio (0), soms zelfs in één studie. De drie analyses van het emissiegedrag wijzen unaniem in de richting van een negatieve samenhang tussen bedrijfsomvang en de kans dat de emissie betrekking heeft op schuld. Bij de empirische studies in tabel 1 moet opgemerkt worden, dat zij betrekking hebben op verschillende perioden, landen, bedrijfstakken en grootte-klassen. Op basis van de studies in tabel 1 kan de mogelijkheid dus niet uitgesloten worden, dat er binnen een bepaalde bedrijfstak in een bepaald land consistente schaaffecten in de financieringsverhoudingen optreden. Wel lijkt de conclusie gewettigd, dat er geen sprake is van een algemeen geldend schaaffect, dat optreedt ongeacht het land, de bedrijfstak of de grootte-klasse.

Het gebrek aan eenstemmigheid m.b.t. schaaffecten wordt onderstreept door de verklaringen die in de literatuur voor verschillen tussen grote en kleine bedrijven worden aangevoerd. Als regel hebben deze verklaringen geen betrekking op de schaal als zodanig, maar worden enige andere, kennelijk met de schaal samenhangende, effecten genoemd, zoals:

- bedrijfstak-effecten: kleine bedrijven komen relatief vaak voor in sterk versnipperde bedrijfstakken, zoals de detail- en groothandel (Welsh and White [1981]);
- onderpand-effecten: kleine bedrijven krijgen vaak geen krediet omdat ze weinig zekerheden kunnen bieden (Sprenger et al. [1982]) of omdat ze weinig middelen hebben om op terug te vallen (Taub [1975]);
- risico-effecten: kleine bedrijven hebben een hoger operationeel risico (Viscione [1986]), kennen hogere faillissementspercentages (Tamari [1980]) en zijn minder gediversificeerd (Ferri and Jones [1979]);
- variabiliteit-effecten: kleine bedrijven kennen vaak seizoensfluctuaties in de omzet (Welsh and White [1981]) en de winstmarge fluctueert sterker in de tijd (Tamari [1980]);

- winstgevendheid-effecten: kleine (industriële) bedrijven zijn minder winstgevend dan grote (Brigham [1967]) of, in tegenspraak daarmee, veel kleine bedrijven behalen hogere winsten dan grote bedrijven (Tamari [1980]).

De effecten in de bovenstaande, nogal bonte, verzameling kunnen inderdaad met de bedrijfsomvang samenhangen, maar dit behoeft niet het geval te zijn. De werkingsfeer van deze effecten is immers geenszins tot kleine bedrijven beperkt: er zijn ook grote bedrijven die in de detailhandel werkzaam zijn of die een hoog operationeel risico kennen, etc. Genoemde effecten kunnen dus hooguit een indirecte verklaring voor verschillen tussen grote en kleine bedrijven vormen.

Samenvattend kan gesteld worden dat uit de empirische literatuur geen duidelijke aanknopingspunten voor de analyse van verschillen tussen grote en kleine bedrijven naar voren komen. Zowel de waargenomen financieringsverhoudingen als de daarvoor aangedragen mogelijke verklaringsgronden wijzen in feite alle kanten op en zijn derhalve niet in een theoretisch raamwerk te plaatsen.

3. De organisatie van vermogensmarkten

Het bijeenbrengen van de vraag naar en het aanbod van vermogen kan op een aantal manieren georganiseerd worden en bedrijven van verschillende omvang zullen in verschillende mate voor- en nadelen van bepaalde organisatievormen kunnen ondervinden. Het scala van vermogensmarkten, dat vanuit organisatorisch oogpunt onderscheiden kan worden, loopt ruwweg van de strak georganiseerde effectenbeurs via de markt voor het bankkrediet naar het informele circuit²⁾, waarin op nauwelijks georganiseerde wijze vermogen aan familie en bekenden ter beschikking wordt gesteld. Deze markten worden in tabel 2 kort getypeerd in termen van transactiemechanisme, marktpartijen en financieringsfiguren.

Zoals tabel 2 aangeeft is de toegankelijkheid van vermogensmarkten voor grote resp. kleine bedrijven niet onafhankelijk van de organisatievorm; er is niet meer dan een vluchtige blik op de lijst met genoteerde ondernemingen voor nodig om te bevestigen, dat kleine bedrijven geen partij zijn op grote veilingmarkten zoals de effectenbeurs.

Tabel 2 Typering van vermogensmarkten

	Effecten- beurs	Bank- krediet	Informeel circuit
Transactie mechanisme: overeenstemming via:	veiling prijs	onderhandeling hoeveelheid	onderhandeling prijs/hoeveelh.
Marktpartijen aanbieders:	grote bedrijven t/m particulieren	grote bedrijven	particulieren
vragers:	grote bedrijven	grote & kleine bedrijven	kleine bedrijven
Financieringsfiguren:	eigen & vreemd vermogen + converteerbaar	vreemd vermogen	eigen/vreemd vermogen

Anderzijds is het niet waarschijnlijk, dat grote bedrijven in meer dan een verwaarloosbaar deel van hun vermogensbehoefte kunnen voorzien door een beroep te doen op het informele circuit. Voor kleine bedrijven vormt dit circuit echter een belangrijke vermogensbron: Amerikaanse cijfers geven aan dat ongeveer een derde deel van het startkapitaal van kleine bedrijven afkomstig is van familie, vrienden en eigen spaargeld. In lopende bedrijven is dit aandeel lager maar met ca. 20 % nog steeds aanzienlijk (zie Van der Wijst [1989] p. 24 voor een samenvatting van dit cijfermateriaal). Met betrekking tot de markt voor het bankkrediet zijn op voorhand geen duidelijke, met de bedrijfsomvang samenhangende, belemmeringen (aan de vraagzijde) aan te geven, maar de vorm van de bancaire dienstverlening hangt uiteraard wel samen met bedrijfsgrootte.

Kleine bedrijven zijn dus aangewezen op onderhandelingsmarkten en dit gaat gepaard met een tweetal verschijnselen. Op de eerste plaats dragen onderhandelingsmarkten uiteraard in veel sterkere mate een besloten karakter dan veilingmarkten. Zowel het onderhandelingsproces als het resultaat daarvan zijn in feite aan waarneming door derden onttrokken en slechts door middel van onderzoek wordt zo nu en dan een bescheiden blik op de financieringsverhoudingen in het MKB geboden. Op de tweede plaats betreffen de onderhandelingen, met name wat betreft het bankkrediet, niet zozeer de prijs, maar veeleer de omvang van het krediet bij gegeven prijs. Hoewel banken een zekere mate van prijsdifferentiatie toepassen, ligt de voornaamste afweging toch in het vlak

van de omvang van het krediet in relatie tot de geboden zekerheden en vooruitzichten. Dit geldt met name voor de standaard kredietvormen waarvan het MKB in overgrote meerderheid gebruik maakt. Gezien het feit dat overeenstemming via de hoeveelheid wordt bereikt ligt het voor de hand te veronderstellen, dat de vragende partij, gegeven de prijs, meer vermogen zou willen aantrekken. Deze omstandigheid vormt waarschijnlijk de achtergrond van veel berichten m.b.t. de "onderkapitalisatie" van het MKB.

Ook wat betreft het derde aspect van de marktorganisatie, de gehanteerde financieringsfiguren, zijn er verschillen aan te geven. De rechten en plichten verbonden aan de vermogenstitels, die op de effectenbeurs worden verhandeld, zijn uiteraard uitgebreid omschreven en er is een redelijke variatie in vermogenstitels voorhanden. Deze variatie wordt ook aangetroffen in het informele circuit, zij het dat hier de voorwaarden, waartegen vermogen ter beschikking wordt gesteld (haast per definitie) niet strak omschreven zijn. Dit laatste geldt zelfs in zo sterke mate dat het voor het informele circuit nauwelijks zinvol is een onderscheid te maken langs de traditionele lijn ondernemend vermogen - schuld. De (eventueel) overeengekomen voorwaarden kunnen immers naar believen aan de omstandigheden worden aangepast. Bij "leningen" van familieleden is het b.v. meestal mogelijk de rentebetalingen op te schorten of zelfs achterwege te laten, terwijl ook "extra" betalingen niet ongebruikelijk zijn. De lening heeft hierdoor de facto een winstdelend karakter, dat zich slechts van ondernemend vermogen onderscheidt doordat de vermogensoverdracht³⁾ tijdelijk is. In de "tussenliggende" markt voor het bankkrediet zijn de voorwaarden van vermogensoverdracht goed omschreven, maar is de variatie gering: er wordt alleen schuld aangeboden. Weliswaar zijn in dit segment van de vermogensmarkt ook de z.g. participatiemaatschappijen actief, maar de omvang van de uitstaande participaties is nog zo gering dat voor het overgrote deel van het MKB participaties geen alternatief voor bankkrediet is. (zie Koedijk en Kool [1988] voor enig recent cijfermateriaal m.b.t. participaties in Nederland). De omvang van de participaties vertoont echter een sterke groei, en deze financieringsfiguur kan nog sterker in betekenis toenemen wanneer er standaard participatievormen ter beschikking komen, die tegen geringe kosten kunnen worden afgesloten. In dit verband is b.v. de "hypothecaire deelneming" gesuggereerd (Van der Wijst [1989]), maar een snelle

introductie van dergelijke participatievormen is thans niet in zicht.

4. Het functioneren van vermogensmarkten

In de financieringsliteratuur wordt ruime aandacht besteed aan "imperfecties" in het functioneren van vermogensmarkten en van een aantal imperfecties wordt gemeld, dat zij samenhangen met de bedrijfsomvang. Dit geldt met name (maar niet uitsluitend) voor de imperfecties die besproken worden in het kader van het z.g. "small firm effect" ofwel het grootte-effect in aandelenrendementen. Dit effect heeft betrekking op het verschijnsel, dat aandelenrendementen negatief met de bedrijfsomvang blijken samen te hangen, ook nadat zij op de gebruikelijke wijze voor marktrisico zijn gecorrigeerd. Ter verklaring van dit effect zijn de volgende marktimperfections naar voren gebracht:

- transactiekosten: Roll [1981] heeft erop gewezen dat in de VS de transactiekosten voor kleine bedrijven relatief hoog zijn; voor de Nederlandse situatie lijkt dit minder voor de hand te liggen (zie Van den Bergh et al. [1984]), hoewel de kosten van een initiële emissie waarschijnlijk wel minder dan proportioneel toenemen met de omvang van de emissie;
- informatiekosten: de hoge rendementen op investeringen in klein bedrijven kunnen een compensatie bevatten voor de hoge kosten verbonden aan het verzamelen van informatie over kleine bedrijven of voor het additionele risico dat optreedt als deze informatie (gedeeltelijk) afwezig is;
- geringe verhandelbaarheid: wanneer de aandelen van kleine bedrijven relatief weinig verhandeld worden zijn beleggingen daarin minder liquide dan beleggingen in grote fondsen; de hoge rendementen kunnen dus duiden op een illiquiditeitspremie;
- geringe zeggenschap: wanneer een aanzienlijk gedeelte van de aandelen van kleine bedrijven in handen van een beperkte groep is (zoals b.v. de directie en familie daarvan), zouden de overige aandeelhouders onvoldoende invloed kunnen uitoefenen om b.v. ongewenste overnames tegen te gaan; hiervoor zou d.m.v. hogere rendementen gecompenseerd kunnen worden.

Daarnaast wordt nog een tweetal andere marktimperfecties in verband met de bedrijfsomvang gebracht. Het betreft hier op de eerste plaats de faillissementskosten. Warner's [1977] cijfermateriaal wijst er op, dat deze kosten minder dan proportioneel met de bedrijfsomvang toenemen, waardoor zij relatief belangrijker voor het financieringsgedrag van kleine bedrijven zijn. Op de tweede plaats kunnen de geringe diversificatiemogelijkheden van beleggers in kleine bedrijven worden genoemd. De meeste ondernemers in het MKB zijn zowel eigenaar als manager van hun bedrijf. Hierdoor zijn zij voor hun arbeidsinkomen en voor hun beleggingsopbrengsten vrijwel volledig afhankelijk van één bedrijf. Zij staan dus bloot aan een hoog onsystematisch risico, wat tot een, vanuit theoretisch oogpunt bezien, suboptimaal financieringsgedrag kan leiden. Een andere mogelijke implicatie is, dat in het financieringsgedrag de persoonlijke voorkeur en welvaart van de ondernemer tot uitdrukking komt, wat tot een, eveneens vanuit theoretisch oogpunt bezien, aanzienlijke random component in dit gedrag kan leiden.

Bij deze lijst imperfecties in het functioneren van vermogensmarkten kan een aantal kanttekeningen worden geplaatst. Op de eerste plaats moet opgemerkt worden dat de bedrijven, waarop het small firm effect betrekking heeft, waarschijnlijk buiten iedere definitie van het MKB vallen en dus "groot" zijn. De geconstateerde hoge rendementen zijn derhalve geen kenmerk van het MKB in het algemeen. Op de tweede plaats hebben de marktimperfecties, die in het kader van het small firm effect naar voren zijn gebracht, betrekking op de manier waarop grote veilingmarkten zijn georganiseerd. Extrapolatie van deze verschijnselen naar een voor het MKB gebruikelijke bedrijfsomvang maakt duidelijk waarom kleine bedrijven geen partij zijn op grote veilingmarkten. Wanneer kleine bedrijven zaken zouden moeten doen met een massa anonieme beleggers zouden de transactie- en informatiekosten prohibitief hoog worden en het gebrek aan verhandelbaarheid en zeggenschap e.d. zouden niet meer te compenseren zijn. De onderhandelingsmarkten waarop het MKB is aangewezen zijn zodanig georganiseerd dat deze kosten voor een belangrijk deel vermeden worden. Potentiële beleggers kunnen individueel geïnformeerd worden en niet en masse door middel van een prospectus. Bovendien kunnen beleggers geselecteerd worden, die gespecialiseerd zijn in het werkkterrein van het bedrijf en deze kunnen van vertrouwelijke informatie voorzien worden. De voorwaarden van de overeenkomst kunnen aan de specifieke wensen van de belegger worden aangepast en door min of

meer frequent te heronderhandelen over deze voorwaarden kunnen de nadelen van geringe verhandelbaarheid en zeggenschap verminderd worden. De imperfecties van grote veilingmarkten worden dus (ten dele) door onderhandelingsmarkten ondervangen.

Uiteraard functioneren deze onderhandelingsmarkten evenmin perfect en het is waarschijnlijk dat zich tot op zekere hoogte dezelfde imperfecties als op de effectenbeurs voordoen, zij het op kleinere schaal. Ook aan onderhandelde overeenkomsten zijn transactie- en informatiekosten verbonden, die qua relatieve omvang waarschijnlijk afnemen naarmate het onderhandelde bedrag groter is. Indien het onderhandelde bedrag een (zeer) geringe omvang heeft kunnen deze kosten te hoog zijn, zodat de vragende partij op het informele circuit is aangewezen. Aldus ontstaan er door het functioneren van vermogensmarkten als het ware twee drempels in het groeipad van ondernemingen. Allereerst moet een bedrijf via het informele circuit groot genoeg worden om een interessante onderhandelingspartij van professionele vermogensverschaffers zoals banken te worden. Daarna moet het bedrijf groot genoeg worden om de drempel te overschrijden, die ligt in de gang naar de beurs. Tussen deze twee drempels bevindt zich 99% van het Nederlandse bedrijfsleven.

5. Slotbeschouwing

Uit het voorafgaande komt geen helder beeld naar voren van de relatie tussen de grootte van een bedrijf en de financiering daarvan. Aan de ene kant kunnen in het functioneren en de organisatie van vermogensmarkten aspecten (imperfecties) worden aangegeven, waarvan de kosten relatief zwaar op kleine bedrijven drukken. Dit leidt ertoe dat kleine bedrijven geen partij zijn op grote veilingmarkten zoals de effectenbeurs. Zij zijn aangewezen op onderhandelingsmarkten met een besloten karakter, waarop het aanbod van professionele marktpartijen vrijwel uitsluitend uit vreemd vermogen bestaat. Aan de andere kant heeft dit geen duidelijke consequenties voor de financiële structuur gezien het feit, dat empirische studies niet wijzen op een systematische relatie tussen bedrijfsomvang en financieringsverhoudingen.

Uit de voorafgaande beschouwingen kan wel worden afgeleid, dat veel van de in de theorie gewoonlijk gehanteerde veronderstellingen voor kleine bedrijven minder realistisch zijn dan voor grote. De effecten-

beurs kan men met enige goede wil nog wel in verband brengen met de "perfecte" vermogensmarkten uit de theorie, maar voor de besloten onderhandelingsmarkten zonder veel prijsdifferentiatie, waarop het MKB actief is, ligt dit moeilijker. Volgens de gangbare opvatting van de moderne financieringstheorie is dat echter geen bezwaar, aangezien in deze opvatting de zeggingskracht van een theorie niet bepaald wordt door het realiteitsgehalte van de gehanteerde veronderstellingen maar door de voorspellende waarde van de conclusies. Ter ondersteuning van deze zienswijze kan gemeld worden, dat determinanten van de financiële structuur, die in de theorie zijn opgesteld, inderdaad een zekere verklarende waarde voor kleine bedrijven blijken te hebben (zie Van der Wijst [1989]). Het instrumentarium dat door de neoklassieke theorie wordt aangereikt heeft dus ook voor de analyse van het MKB een zekere waarde. Anderzijds worden in het MKB verschijnselen aangetroffen, waarvoor in de theorie geen plaats is, zoals traditionele financieringsregels (b.v. de gulden balansregel) die nog vaak een grote invloed op het financieringsgedrag van kleine bedrijven hebben.

Naast de in sommige opzichten grotere afstand tot de neoklassieke benaderingswijze zijn aan de bestudering van het financieringsvraagstuk in het MKB vanuit theoretisch perspectief enige andere aspecten verbonden, die beschouwd kunnen worden als mogelijkheden en moeilijkheden. Wat betreft de mogelijkheden kan op het grote aantal kleine bedrijven gewezen worden, dat in vrijwel iedere branche of sector aanwezig is. Deze grote aantallen kleine bedrijven zijn bovendien onderling homogener en dus makkelijker en zuiverder te beschrijven dan grote bedrijven, die veelal in verschillende mate gediversificeerd zijn over verschillende activiteiten en/of landen. Hierdoor leent het MKB zich bij uitstek voor onderzoek, waarin m.b.v. econometrische of statistische methoden geabstraheerd kan worden van de unieke component in het financieringsgedrag van ieder individueel bedrijf. Grote bedrijven zijn veelal te gering in aantal en onderling te sterk verschillend om dit type onderzoek te kunnen toepassen. Als nadelen kunnen genoemd worden dat het besloten karakter van de vermogensmarkten, waarop het MKB actief is, het verkrijgen van gegevens bemoeilijkt. Er is kostbaar onderzoek voor nodig om de jaarstukken van kleine bedrijven te verzamelen, terwijl de belangrijkste gegevens van de ter beurse genoteerde bedrijven vrijelijk beschikbaar zijn. Daarnaast is de literatuur op dit gebied niet dik gezaaid. Studies met betrekking tot de financiering van het MKB zijn

overwegend beschrijvend of adviserend van aard, terwijl in theoretische studies het MKB niet meer dan een marginale rol speelt. De balans van deze mogelijkheden en moeilijkheden rechtvaardigt echter meer aandacht vanuit de theorie voor het financieringsvraagstuk in het MKB dan daar momenteel aan besteed wordt.

Noten

- 1) Tot het MKB in Nederland worden alle particuliere ondernemingen met winstoogmerk gerekend, die minder dan 100 werkzame personen tellen en die niet werkzaam zijn in de landbouw of visserij.
- 2) Volledigheidshalve zij vermeld, dat met het "informele circuit" niet het "zwarte circuit" wordt bedoeld.
- 3) Deze onduidelijkheid m.b.t. het precieze karakter van de vermogensoverdracht brengt sommigen er toe de waarde van de jaarstukken van kleine bedrijven in twijfel te trekken (zie b.v. Levin and Travis [1987]). Hoewel de genoemde verschijnselen inderdaad tot een zekere vertekening kunnen leiden is de betekenis daarvan o.i. beperkt en in onderzoek beheersbaar.

Literatuur

- Baxter, N.D. en J.G. Cragg, 1970, Corporate choice among long-term financing instruments, *The Review of Economics and Statistics*, vol. LII, no. 3, 225-235.
- Bergh, W.M. van den, J.W. Boogaart en A.I. Diepenhorst, 1984, Het grootte-effect in Nederlandse aandelenrendementen, in: W.M. van den Bergh, J. van der Meulen, G.J. Ruizendaal en P.H.A.M. Verhaegen (red.), *Financiering en belegging, stand van zaken anno 1984*, Erasmus Universiteit, Rotterdam, 111-129.
- Brigham, E.F., 1967, The cost of capital to the small firm, in: I. Pfeffer (ed.), *The financing of small business: a current assessment*, The MacMillan Company, New York, 97-125.
- Ferri, M.G. en W.H. Jones, 1979, Determinants of financial structure: a new methodological approach, *Journal of Finance*, vol. XXXIV, no. 3, 631-644.
- Huisman, D. en W. Boon, 1984, Risicodragend vermogen in Nederland, COB/SER, 's-Gravenhage.
- Koedijk, C.G., en C.J.M. Kool, 1988, De Nederlandse markt voor venture capital, *Economisch Statistische Berichten*, 16-11, 1080-1085.
- Levin, R.I., en V.R. Travis, 1987, Small company finance: what the books don't say, *Harvard Business Review*, november-december, 30-32.
- Marsh, P., 1982, The choice between equity and debt: an empirical study, *Journal of Finance*, vol. XXXVII, no. 1, 121-144.
- Neave, E.H. en J.C. Wiginton, 1981, Financial management, theory and strategies, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs.
- Remmers, L., A. Stonehill, R. Wright en Th. Beekhuisen, 1974, Industry and size as debt ratio determinants in manufacturing internationally, *Financial Management*, vol. III, no. 2, 24-32.
- Roll, R., 1981, A possible explanation of the small firm effect, *Journal of Finance*, vol. 36, no. 4, 879-888.

- Scott, D.F., en J.D. Martin, 1975, Industry influence on financial structure, *Financial Management*, vol. IV, no. 1, 67-73.
- Sprenger, K-A., P. von Hinten en J. Steiner (Bearbeiter), 1982, Finanzierungssituation und Finanzierungsverhalten mittelstaendischer Betriebe, Verlag Otto Schwartz & Co., Goettingen.
- Tamari, M., 1980, The financial structure of the small firm - an international comparison of corporate accounts in the U.S.A., France, U.K., Israel and Japan, *American Journal of Small Business*, vol. IV, no. 4, 20-34.
- Taub, A.J., 1975, Determinants of the firm's capital structure, *The Review of Economics and Statistics*, vol. LVII, no. 4, 410-416.
- The state of small business: a report of the president, 1986, United States Government Printing Office, Washington.
- Toy, N., A. Stonehill, L. Remmers, R. Wright en Th. Beekhuisen, 1974, A comparative international study of growth profitability and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. IX, no. 5, 875-886.
- Viscione, J.A, 1986, How long should you borrow short term?, *Harvard Business Review*, maart-april, 20-24.
- Walker, E.W., en J.W. Petty, 1978, Financial differences between large and small firms, *Financial Management*, vol. VII, no. 4, 61-68.
- Warner, J., 1977, Bankruptcy costs : some evidence, *Journal of Finance*, mei, 337-347.
- Welsh, J.H., en J.F. White, 1981, A small business is not a little big business, *Harvard Business Review*, juli-augustus, 18-32.
- Wijst, D. van der, 1989, Financial structure in small business: theory, test and applications, Springer-Verlag, Berlin.

DISCUSSIE

B.J.J. Alting von Geusau

Het artikel van Van der Wijst heb ik met extra aandacht gelezen omdat ik sinds kort een éénmans onderneming drijf en zodoende de geschetste problematiek uit eigen ondervinding ken.

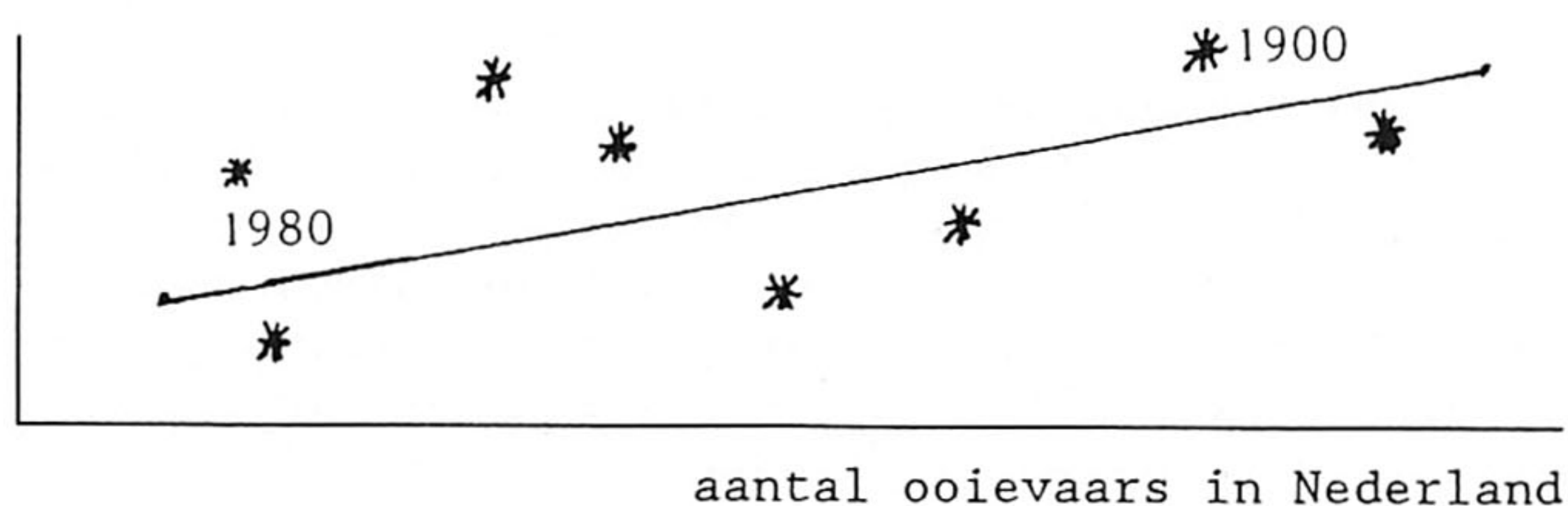
Inclusief de onderhandelingen met de banken, waarbij aan het adjectief 'eigen' in 'eigen vermogen' een heel speciaal accent wordt gegeven. De bank immers ziet het midden- en kleinbedrijf alleen in zoverre anders, dat de kans op een discontinuïteit in de onderneming hoger wordt ingeschat. Dit bijvoorbeeld omdat de doelstelling van de kleinere klant van de bank - namelijk het verkrijgen van inkomen, bij voorkeur in de eigen onderneming - een iets mindere gerichtheid heeft op de continuïteit van het bedrijf dan dat bij de grotere onderneming het geval mag zijn.

Met andere woorden, een hogere risicowaardering voor de bank, dus een andere behandeling van het financieringsvraagstuk.

Een dergelijke causale redenering - en dan niet noodzakelijkerwijs beperkt tot de doelstelling die bij de vrager naar financiering bestaat - zal men moeten opzetten teneinde de verschillen in vermogensbehoeften en vervulling hiervan via financiering tussen MKB en de grotere bedrijven te kunnen opsporen en analyseren.

Volgens mij kan het alleen op deze manier: via deductie een causale redenering opzetten en vervolgens kijken in hoeverre de werkelijkheid de hypothese ondersteunt. Het is dan ook logisch dat ik me niet prettig voel bij zinsneden als 'de zeggingskracht van een theorie wordt niet bepaald door het realiteitsgehalte van de gehanteerde veronderstellingen maar door de voorspellende waarde van de conclusies', zoals deze in de slotbeschouwing van het artikel wordt geuit.

aantal
geboorten in
Nederland
per volume
bevolking



In het absurde kan dit leiden tot een situatie als in bovenstaand schetsje:

De regressielijn zal voortreffelijk zijn en zeker een redelijke schatting kunnen geven van het aantal geboorten in 1990 zodra er iets bekend is over het aantal ooievaars in dat jaar, dus met de voorspellende waarde zit het wel goed. Maar om dit als ondersteuning te gebruiken van de causaliteitswaarde van de theorie 'kinderen worden toch door de ooievaar gebracht'?

Nee, toch Mijn conclusie is dan ook, dat de auteurs in hun onderzoek methodologisch wellicht nog voorzichtiger zullen moeten zijn en dat de tot nu toe vervaardigde overzichtjes louter beschouwd zullen kunnen worden als richtinggevers of indicators van een achterliggende causaliteitsrelatie.

Meer niet.

NAWOORD

In zijn reactie baseert de discussiant zich mede op de ervaringen, die hij in zijn éénmans onderneming heeft opgedaan, en het kan voor onderzoekers nuttig zijn om hun bevindingen te confronteren met praktijkervaringen. Een nadeel van deze procedure is echter, dat de ervaringen uit één bedrijf stammen, waardoor spreiding ontbreekt (er wordt als het ware onderzoek met een steekproef van één bedrijf verricht). Dit kan leiden tot zeer stellige uitspraken, die echter een zeer beperkt dekkinggebied hebben, en de discussiant geeft daar een aardige illustratie van. Al in zijn derde zin beantwoordt hij de problematiek van onze bijdrage (welke verschillen zijn er wat betreft financiering tussen grote en kleine bedrijven?) met grote stelligheid: "de bank ziet het MKB alleen in zoverre anders, dat de kans op een discontinuïteit in de onderneming hoger wordt ingeschat." Als dit zo zou zijn, dan zou de dimensie bedrijfsgrootte, dus ook speciale aandacht voor het MKB, uit verder financieringsonderzoek geschrapt kunnen worden. Nu wordt in de literatuur ook wel een relatie gelegd tussen bedrijfsgrootte en risico, zij het in voorzichtiger bewoordingen, maar empirische onderzoekingen geven geen eenduidige bevestiging van deze relatie. Er spelen dus kennelijk meer factoren een rol, en in de bijdrage wordt een veelheid van mogelijke factoren besproken. In de literatuur worden deze mogelijke verklaringsgronden veelal naar voren gebracht op de manier die de discussiant aangeeft: via het opstellen van een theorie. Het "vervolgens kijken in hoeverre de werkelijkheid de hypothese ondersteunt" gebeurt door op grond van de theorie voorspellingen, in de vorm van toetsbare hypothesen, te doen en deze daarna te toetsen. De uitkomst van de toetsing bepaalt, in de gangbare opvatting, de zeggingskracht van de theorie en niet zozeer de plausibiliteit van de gehanteerde veronderstellingen en de daarop gebaseerde "causale redenering". Van een wezenlijk verschil van inzicht met deze, in de financieringstheorie gangbare, opvatting geeft de discussiant dus geen blijk. Het is dan ook niet erg duidelijk waarom hij zich desondanks bij deze opvatting niet prettig voelt en de duidelijkheid wordt niet bepaald bevorderd door het overbekende voorbeeld van nonsense correlatie, tussen kinderen en ooievaars, nogmaals ten tonele te voeren: met een toetsbare implicatie van een theorie heeft dit natuurlijk weinig te maken.