



De Kapitaalstructuur van Nederlandse exporteurs

Angie Mounir
Marcel van den Berg

CBS Heerlen
CBS-weg 11
6412 EX Heerlen
Postbus 4481
6401 CZ Heerlen
+31 45 570 60 00
www.cbs.nl

projectnummer 302676
 EBH
 3 augustus 2017

kennisgeving De in dit rapport weergegeven opvattingen zijn die van de auteur(s) en komen niet noodzakelijk overeen met het beleid van het Centraal Bureau voor de Statistiek.

Managementsamenvatting

Bij toetreding tot een buitenlandse markt krijgen startende exporteurs te maken met aanzienlijke vaste en verzonken kosten. Ondernemingen verschillen in de mate waarin zij toegang tot financiering hebben, waardoor het niet voor alle ondernemingen mogelijk blijkt om deze kosten te financieren. De mate van toegang tot financiering wordt zelden geobserveerd en wordt daarom regelmatig geschat op basis van één of meer financiële kenmerken van ondernemingen. In dit rapport brengen we de kapitaalstructuur van Nederlandse exporteurs in beeld en laten we zien hoe de beslissing om te gaan exporteren samenhangt met de financiële structuur van bedrijven. Daarmee vormt dit rapport een opmaat naar vervolgonderzoek waarin de ontwikkeling van een access-to-finance indicator centraal staat.

De resultaten laten zien dat exporteurs en niet-exporteurs van elkaar verschillen in termen van financiële kengetallen zoals liquiditeit, solvabiliteit, rentabiliteit en de schuldratio. Zo is de liquiditeit van exporteurs aanzienlijk lager dan die van niet-exporteurs. Exporteurs verschillen ook onderling. Zo hebben continue exporteurs een hogere solvabiliteit dan andere exporteurs. Ook verschillen financiële kenmerken van exporteurs per bestemmingsmarkt. Ondernemingen die continue exporteren en met minstens één risicoland handelen hebben een hogere solvabiliteit en rentabiliteit en zijn minder liquide dan continue exporteurs die uitsluitend naar relatief veilige handelsbestemmingen exporteren.

Startende exporteurs hebben lagere een liquiditeit dan niet-exporteurs nadat zij beginnen met exporteren. Liquiditeitscijfers binnen gezonde marges hebben echter weinig invloed op de kans dat een niet-exporteur twee jaar later tot een exportmarkt toetreedt. Een te hoge liquiditeit verlaagt daarentegen de kans op een exportstart in de toekomst aanzienlijk. Startende exporteurs hebben hogere schuldratio's dan niet-exporteurs, zowel voor- als nadat ze beginnen met exporteren. Toetredingskosten worden dus vaker gefinancierd door vreemd vermogen terwijl liquide middelen niet of juist negatief samenhangen met de kans op een exportstart.

Het verkregen handelskrediet, als percentage van het balanstotaal, correleert positief met de kans dat een onderneming in de toekomst gaat exporteren. Daarmee fungeert deze parameter in de praktijk als een soort signaal van betrouwbaarheid. Ook de verleende handelskredieten, als percentage van het balanstotaal, hangen positief samen met de kans op toetreding tot buitenlandse markten. Dit positieve verband tussen verleende handelskredieten en de kans op een exportstart speelt echter alleen binnen bepaalde marges. Een hoger percentage verleende handelskredieten stelt een onderneming namelijk bloot aan een verhoogd risico op faillissement van debiteuren.

De resultaten laten derhalve zien dat financiële kengetallen samenhang vertonen met de beslissing van bedrijven om al dan niet de stap naar buitenlandse afzetmarkten te zetten. Dit geeft aan dat het ontwikkelen van informatie over access-to-finance van belang is bij het vergroten van de kennis over en het begrip van het besluitvormingsproces van individuele bedrijven om zich al dan niet op de export te gaan richten.

1. Inleiding

Starten met exporteren brengt vaak aanzienlijke vaste en verzonken kosten met zich mee. Dit gaat bijvoorbeeld om kosten voor marktverkenning en analyse, onderzoek en ontwikkeling, het opbouwen van een netwerk in het buitenland en het aanpassen van het product om aan de behoeftes en eisen van de nieuwe markt te voldoen. Deze kosten maken het besluit om te beginnen met exporteren rendabel voor slechts een deel van de ondernemingen. De heterogeniteit van bedrijven is zichtbaar in zowel het besluit om te starten met exporteren als de overlevingskans op exportmarkten. Zo zijn (startende) exporteurs gemiddeld productiever en groter (zowel in aantallen werkzame personen als in omvang van het balanstotaal) dan niet-exporteurs (Bernard en Jensen, 1999 en 2004).

Ondernemingen verschillen echter ook in de beschikbaarheid van financiële middelen en in de mate van financiële gezondheid. In de literatuur wordt toegang tot financiering meestal in verband gebracht met het besluit om te investeren. Omdat starten met exporteren gepaard gaat met aanzienlijke vaste kosten lijkt zo'n besluit sterk op een investering en is toegang tot financiering een factor van belang in het besluit om toe te treden tot buitenlandse markten. De mate van toegang tot financiering wordt echter zelden direct geobserveerd. Op basis van beschikbare cijfers, met name de balans en winst-en-verliesrekening, is een scala aan financiële ratio's te berekenen, waarvan sommige regelmatig geïnterpreteerd worden als signaal van de beschikbaarheid van financiering voor de onderneming en van de kans dat een onderneming extern financiering kan verkrijgen.

De literatuur kent meerdere pogingen om de mate van toegang tot financiering in één indicator samen te vatten, meestal in de vorm van een gewogen combinatie van financiële ratio's en overige bedrijfskenmerken (Kaplan & Zingales, 1997; Lamont et al., 2001; Whited & Wu, 2006 en Ferrando & Ruggieri, 2015).¹ De meest voorkomende financiële ratio's in dit soort indicatoren zijn de cashflowratio, liquiditeitsratio's, de schuldratio en uitgekeerde dividenden. Een toename in de schuldratio en een afname van de liquiditeit, de cashflowratio en uitgekeerde dividenden worden daarbij gezien als indicaties van een hogere mate van financiële beperking. Naast deze ratio houden sommige indicatoren ook rekening met overige bedrijfskenmerken zoals grootteklasse in termen van de omvang van het balanstotaal en omzetgroei.

Bovengenoemde indicatoren zijn ontleend aan een steekproef van bedrijven die op voorhand al is ingedeeld in een groep financieel beperkte en niet-beperkte bedrijven op basis van bijvoorbeeld een enquête waarin bedrijven zelf aangeven al dan niet moeite te hebben met het verkrijgen van financiering. Op basis van de financiële kenmerken van bedrijven die aangeven financieringsproblemen te hebben wordt vervolgens een model geschat. Factoren die van belang blijken te zijn in het verklaren van de kans dat een bedrijf te maken krijgt met financiële belemmeringen worden meegenomen bij het samenstellen van de access-to-finance indicator. Het toepassen van dit soort indicatoren op een andere, bredere, populatie kan echter problematisch zijn, met name als de grotere groep ondernemingen waarop de index toegepast wordt fundamenteel anders is dan de oorspronkelijke steekproef waarmee de index is ontwikkeld. De meeste access-to-finance

¹ Ferrando en Ruggieri (2015) combineren de Survey Access to Finance of Enterprises (SAFE) van de Europese Centrale Bank met data uit de balans en winst-en-verliesrekeningen van bedrijven uit België, Duitsland, Spanje, Frankrijk, Italië, Portugal en Finland. Hiermee stellen ze een access-to-finance indicator samen voor het middel en kleinbedrijf in de EU.

indicatoren in de literatuur zijn gedefinieerd op basis van informatie over grote (vaak Amerikaanse en beursgenoteerde) ondernemingen. Deze zijn derhalve moeilijk toe te passen op Nederlandse (zmkb-)ondernemingen.

Om de beperkingen van een steekproef te vermijden, kiezen Musso en Schiavo (2008) ervoor om Europese bedrijven te rangschikken en in kwintielen op te delen op factoren waarvan de samenhang met toegang tot financiering al voldoende aangetoond is in de literatuur. De index is dan een optelling van de kwintielen waarin het bedrijf valt volgens de verschillende factoren. Van belang voor de mate van toegang tot financiering volgens deze index zijn rentabiliteit, liquiditeit, de capaciteit om kasstroom te genereren, solvabiliteit, het aandeel van handelskrediet in het balanstotaal en de grootteklasse in termen van balanstotaal. Deze index is de enige samengestelde access-to-finance indicator uit de literatuur die naast investeringen ook in verband is gebracht met het exportgedrag van bedrijven. Zo laten Bellone et al. (2010) zien dat startende exporteurs financieel gezonder zijn, oftewel minder financiële beperkingen ervaren, alvorens ze starten met exporteren en dat financiële gezondheid de kans dat een bedrijf internationaal actief wordt vergroot.

In de literatuur gaat echter steeds meer aandacht uit naar de verbanden tussen de beschikbaarheid van financiering en het exportgedrag van bedrijven. Meestal gebeurt dit door te kijken naar de samenhang tussen één of meer van de componenten van de bovengenoemde access-to-finance indicatoren en het exportgedrag van bedrijven. Zo hebben startende exporteurs, bijvoorbeeld, een betere creditrating (Muûls (2015) voor België), een hogere cashflowratio, een lagere schuldratio (Berman en Héricourt (2010) voor een aantal opkomende markten) en hogere liquiditeit (Bellone et al. (2010) voor Frankrijk). Het effect van sommige financiële kenmerken op het besluit om te starten met exporteren is echter niet altijd even duidelijk. In het geval van het Verenigd Koninkrijk, kunnen liquiditeit en de schuldratio het besluit om te starten met exporteren niet verklaren (Greenaway et al., 2007).² Niettemin is het belang van financiële kengetallen bij het verklaren van het besluit om te starten met exporteren in meerdere studies bevestigd.

Dit rapport is een eerste stap in een onderzoekslijn naar verbanden tussen toegang tot financiering en internationalisering van Nederlandse bedrijven. In het huidige onderzoek kijken we naar de meest voorkomende financiële kengetallen in de literatuur over access-to-finance en internationalisering, namelijk liquiditeit, solvabiliteit, rentabiliteit en een aantal eigenschappen van de schuldenstructuur. Paragrafen 2 en 3 introduceren de in het onderzoek gebruikte databronnen en de methode toegepast in paragrafen 4 en 5. In paragraaf 4 kijken we naar verschillen tussen exporteurs en niet-exporteurs op de geselecteerde financiële kengetallen. Ook kijken we of ondernemingen die naar risicolanden³ exporteren andere financiële kenmerken hebben dan exporteurs die uitsluitend met relatief veilige landen handelen. In paragraaf 5 kijken we naar financiële kenmerken die bepalend zijn voor de kans dat een onderneming twee jaar later start met exporteren. In paragraaf 6 worden de bevindingen van dit onderzoek samengevat.

² Greenaway et al. (2007) gebruiken een andere definitie van de liquiditeits- en schuldratio's dan Bellone et al. (2010).

³ Zie paragraaf 3 voor meer informatie over de afbakening van risicolanden.

2. Databronnen

De populatie van dit onderzoek bestaat uit de in Nederland gevestigde ondernemingen met een rechtspersoonlijkheid, oftewel vennootschapsbelastingplichtige ondernemingen. Voor de fiscale data maken we gebruik van de Statistiek Financiën van Ondernemingen (SFO). Deze rapporteert balans en winst-en-verliesrekeningdata voor ondernemingen met de rechtspersoonlijkheid. Voor ondernemingen met een balanstotaal van meer dan 40 miljoen euro worden deze gegevens uitgevraagd door middel van een enquête (de Statistiek Financiën Grote Ondernemingen, oftewel SFGO). Voor de rest van de ondernemingen in de populatie van de SFO wordt de aangifte vennootschapsbelasting van de Belastingdienst als bron benut (de Statistiek Financiën Kleine Ondernemingen, oftewel SFKO). De meeste grote ondernemingen zijn aan meerdere fiscale eenheden te relateren. Iedere eenheid doet een aparte VpB-aangifte. Een optelling van deze aangiftes is echter niet-geconsolideerd en telt dus intra-concernttransacties binnen de onderneming in Nederland dubbel. Voor grote ondernemingen gaat het om aanzienlijke bedragen, waarbij de financiële kenmerken berekend op basis van Vennootschapsbelasting sterk afwijken van de werkelijkheid van deze ondernemingen. Derhalve maakt de SFO gebruik van een enquête in het geval van grote ondernemingen.

De microdata van de SFO is op de belangrijkste posten al gaafgemaakt. Omdat wij ook geïnteresseerd zijn in minder geaggregeerde posten zoals soorten kort- en langlopende schulden, hebben we ook een aantal correcties toegepast op deze variabelen in het SFKO-gedeelte van de data. Het gaat hier uitsluitend om variabelen die niet negatief kunnen zijn maar in sommige gevallen wel met negatieve waarde ingevuld zijn in de brondata.⁴ Hier gaat het hoogstwaarschijnlijk om fouten bij het invullen van de aangifte op posten van weinig invloed op de belastbare winst. Als correctie worden deze posten op 0 gezet en wordt de balans opgehoogd. Verder verwijderen we observaties met een negatief of nul balanstotaal. Dit komt in een zeer beperkt aantal gevallen voor. We kiezen hiervoor omdat de verschillende ratio's berekend in dit rapport weinig betekenis hebben voor een onderneming met een negatieve balans.

Hoewel de SFO over informatie beschikt voor ondernemingen vanaf 0 werkzame personen, richt dit onderzoek zich op ondernemingen met minstens 2 werkzame personen. Hiermee voorkomen we dat eenheden die zich als bijzondere financiële instellingen gedragen onze resultaten beïnvloeden (zie Mounir et al. 2016 voor meer over dit soort eenheden). Dit zijn ondernemingen met weinig of geen productie en werkzame personen en met zeer hoge investeringen. Door deze keuze laten we ruim 65 procent van de observaties buiten beschouwing in ieder jaar. De uitgesloten ondernemingen zijn echter goed voor minder dan 2 procent van de werkgelegenheid in onze populatie en ruim minder dan 5 procent van de handel. Verder heeft circa 20 procent van de ondernemingen in de SFO ieder jaar een negatief eigen vermogen. Hoewel deze ondernemingen sommige ratio's zoals solvabiliteit en de schuldratio beïnvloeden, zien we geen reden om deze ondernemingen uit te sluiten. Echter, we houden wel rekening met deze groep ondernemingen bij het interpreteren van resultaten. Om uitbijters uit te sluiten, laten we verder de hoogste en laagste 1 procent van de observaties op de verschillende berekende ratio's buiten beschouwing.

⁴ Zoals handelscrediteuren en debiteuren.

De opgeschoonde SFO-bestanden zijn op ondernemingengroepsniveau.⁵ Uit de SFO is ook te bepalen of een onderneming wel of geen buitenlandse investeringen heeft. Hoewel we in dit rapport niet kijken naar het besluit om in het buitenland te investeren, kan het bezit van deelnemingen in het buitenland wel van invloed zijn op de kans dat een onderneming met het buitenland gaat handelen. Voor informatie over goederenhandel gebruiken we de statistiek Internationale Handel in Goederen (IHG). Deze wordt op bedrijfseenheidsniveau gerapporteerd.⁶ Door de IHG aan het Algemeen Bedrijven Register (ABR) te koppelen en vervolgens op ondernemingengroep te aggregeren kan de koppeling met de SFO gemaakt worden. Bijna 100 procent van de handel die te koppelen is aan het ABR valt binnen de SFO-populatie.⁷

⁵ Een bedrijfseenheid (BE) is onderdeel van een ondernemingengroep (OG) en maakt zelfstandig beslissingen over het productieproces. Een ondernemingengroep kan uit een of meer bedrijfseenheden ontstaan en wordt gekenmerkt door financiële autonomie.

⁶ Een bedrijfseenheid (BE) is onderdeel van een ondernemingengroep (OG) en maakt zelfstandig beslissingen over het productieproces. Een bedrijfseenheid kan deel uitmaken van een ondernemingengroep met een Nederlandse of een buitenlandse moeder.

⁷ Zoals gebruikelijk is ruim 25% van de internationale handel in goederen niet aan het ABR te koppelen, deze blijft buiten beschouwing van dit onderzoek.

3. Methode

In dit rapport onderscheiden we drie categorieën exporteurs, namelijk starters, continue en incidentele exporteurs. Een onderneming wordt als startende exporteur getypeerd indien deze twee achtereenvolgende jaren niet exporteert en vervolgens dat in het derde en vierde jaar wel doet (Van den Berg en Moons, 2015). Niet-exporteurs in een bepaald jaar zijn ondernemingen die zowel in het jaar zelf als in de drie voorafgaande jaren geen export hebben gehad. Continue exporteurs zijn ondernemingen die in vrijwel alle jaren een positieve exportwaarde hebben. Incidentele exporteurs vormen hier een restcategorie en vormen daarmee een heterogene groep bedrijven. Zowel stoppende exporteurs als ondernemingen die doorgaans incidentele exporteurs zijn geweest vallen in onze analyse onder incidentele exporteurs. Bijlage 1 bevat een uitgebreide beschrijving van deze indeling van exporteurs.

Om ondernemingen in een gegeven jaar naar exportstatus te kunnen verdelen hebben we data nodig voor het jaar zelf en voor de drie voorafgaande jaren. Vanwege een methodebreuk in het ABR in 2010 is de koppeling van de handelsdata aan ondernemingengroepen vóór 2010 niet meer vergelijkbaar met deze vanaf 2010. Dit beperkt onze dataset tot de jaren 2010 tot en met 2016 voor internationale handel in goederen. Omdat we in dit onderzoek het verschil in financiële variabelen tussen soorten exporteurs en niet-exporteurs in kaart willen brengen, zijn we ook afhankelijk van de beschikbaarheid van de fiscale data. Deze is slechts tot en met 2014 beschikbaar. Derhalve is de verdeling naar exportstatus volgens onze definitie alleen mogelijk voor de jaren 2013 en 2014. Doorgaans rapporteren we de resultaten van 2014 en worden de verschillen tussen en de overeenkomsten met 2013 in de tekst beschreven. Tabellen over 2013 zijn in de bijlage opgenomen.

Het eerste gedeelte van dit rapport is een beschrijvende analyse van een aantal financiële ratio's van de exporteurs en de niet-exporterende ondernemingen in onze populatie. Voor iedere ratio kijken we ook hoe de drie bovengenoemde soorten exporteurs in onze analyse van elkaar verschillen. Omdat veel van deze financiële ratio's sterk scheef verdeeld zijn, kijken we naar medianen in plaats van gemiddelden. Om te bepalen of verschillen tussen medianen op werkelijke verschillen in de populatie wijzen, oftewel significant zijn, voeren we voor iedere ratio en tussen iedere twee groepen ondernemingen een kwantielregressie analyse uit. In deze regressies wordt doorgaans rekening gehouden met sectorale verschillen in de betreffende ratio.

Uit deze beschrijvende analyse zijn echter geen causale verbanden af te leiden. Als we constateren dat exporteurs, bijvoorbeeld, hogere solvabiliteit hebben dan niet-exporteurs kan het zijn dat ondernemingen met een groter eigen vermogen relatief vaker starten met exporteren en daarin ook slagen. Echter, het kan ook zijn dat een hogere solvabiliteit een gevolg is van succesvol exporteren. Naast onze totale populatie kijken we in paragraaf 3 of de conclusies uit de hele populatie ook voor het zelfstandig-mkb gelden (zmkb).⁸ Verder

⁸ Volgens de EU-definitie voldoen micro-ondernemingen aan een werkgelegenheidscriterium van minder dan 10 werkzame personen en een omzet en/ of balanstotaal van minder dan 2 miljoen euro. Kleine ondernemingen hebben minder dan 50 werkzame personen en een balanstotaal en/ of omzet van minder dan 10 miljoen euro. Een middelgrote onderneming heeft minder dan 250 werkzame personen en een balanstotaal van minder dan

kijken we of ondernemingen die naar risicolanden exporteren andere financiële kenmerken bezitten dan exporteurs die dat niet doen. De afbakening van risicolanden die we in dit rapport hanteren is deze van de *Business Social Compliance Initiative*, een initiatief van de Foreign Trade Association (FTA). Op basis van governance indicatoren wordt het risico van een land bepaald op thema's zoals de kwaliteit van overheidsdiensten, de aanwezigheid van een wettelijk systeem voor contracthandhaving en het beschermen van intellectuele eigendomsrechten, politieke stabiliteit en mate van overheids corruptie. Hiermee worden landen ingedeeld in twee groepen: risicolanden en laagrisicolanden. In dit rapport gebruiken we de versie van 2014 van deze indeling en onderscheiden we 136 risicolanden.

In de verdiepende analyse van paragraaf 5 gebruiken we de gegevens van 2012 van de starters en de niet-exporteurs van 2014. Hier beperken we ons tot de starters en niet-exporteurs van 2014 om de invloed van exporteren op de financiële kenmerken van ondernemingen uit te sluiten. De starters van 2014 hadden net zoals de niet-exporteurs in 2012 geen export. Uit de literatuur is bekend dat variabelen zoals productiviteit, leeftijd en grootteklasse een deel van het besluit om te exporteren verklaren. Door middel van een probit model beantwoordt paragraaf 5 van dit rapport de vraag of de financiële kenmerken (zoals schulden, liquiditeit en verkregen en verleende handelskredieten) van een onderneming samenhangen met de kans dat deze in de toekomst gaat exporteren.

Uit deze analyse zijn ook geen causale verbanden tussen het besluit om te exporteren en de diverse kenmerken van ondernemingen af te leiden. Het model van paragraaf 5 kijkt uitsluitend naar de samenhang tussen financiële kenmerken van een onderneming en of deze wel of niet gaat exporteren. Indien het model aantoont dat een hogere schuldratio samenhangt met een hogere kans op starten met exporteren, dan kunnen we alleen concluderen dat starters hogere schulden bezitten dan niet-exporteurs alvorens ze gaan exporteren en dat exporteren (in ieder geval gedeeltelijk) met vreemd vermogen gefinancierd wordt. Het kan zijn dat de beschikbaarheid van externe financiering het besluit om te starten met exporteren verklaart. Echter, het kan ook zijn dat een onderneming twee jaar van te voren hogere schulden heeft omdat zijn van plan is om te starten met exporteren.

43 miljoen en/ of een jaaromzet van minder dan 50 miljoen euro. In dit onderzoek kiezen we voor de meest voorkomende afbakening van het ZMKB en passen we alleen het werkgelegenheids criterium toe.

4. Beschrijvende analyse

Deze paragraaf begint met een korte populatieschets van de ondernemingen in onze dataset. Vervolgens kijken we naar verschillen tussen exporteurs en niet-exporterende ondernemingen op financiële ratio's zoals liquiditeit, solvabiliteit en rentabiliteit en op de structuur van schulden. Ook binnen de groep exporteurs kijken we naar verschillen tussen starters, continue en incidentele exporteurs. Verder onderzoekt deze paragraaf of exporteurs naar risicolanden, volgens de indeling van de *Business Social Compliance Initiative*, andere financiële kenmerken bezitten dan exporteurs die uitsluitend met relatief veilige landen handelen.

4.1 Populatieschets

In 2014 behoorden 94 procent van de ondernemingen in onze populatie tot het zmkb en slechts 6 procent tot het grootbedrijf. Van de zmkb'ers in onze populatie bestaat 64 procent uit micro-ondernemingen, 30 procent uit kleine ondernemingen en 5 procent uit middelgrote ondernemingen. De populatie wordt dus sterk gedomineerd door zmkb-ondernemingen.

Tabel 1: Uitvoer op grootteklasse en soort exporteur 2014 (miljard euro's)

	Startende exporteur		Continue exporteur		Incidentele exporteur		Totaal exporteurs	
	waarde	%	waarde	%	waarde	%	waarde	%
Grootbedrijf	4,2	2%	187	93%	9,1	5%	200,3	100%
	68%		76%		91%		76%	
Micro- zmkb	0,6	5%	10,6	92%	0,3	3%	11,5	100%
	10%		4%		3%		4%	
Klein- zmkb	0,6	2%	25,0	97%	0,2	1%	25,9	100%
	10%		10%		2%		10%	
Middelgroot- zmkb	0,7	3%	24,2	96%	0,4	1%	25,3	100%
	12%		10%		4%		10%	
Totaal	6,2	2%	246,9	94%	9,9	4%	263,0	100%
	100%		100%		100%		100%	

Tabel 2 kijkt naar de verdeling van ondernemingen in onze populatie naar exportstatus in 2014 en of een onderneming wel of niet tot het zmkb behoort. Hieruit blijkt dat de verschillen tussen zmkb'ers en het grootbedrijf in de categorieën niet-exporteurs en continue exporteurs zitten. Ruim 65 procent van het grootbedrijf exporteert continu. Binnen het zmkb is dit maximaal 48 procent bij middelgrote ondernemingen en slechts 26 procent bij het micro-zmkb. Merk op de onze dataset alle ondernemingen met minder dan twee werkzame personen buiten beschouwing laat. Het aandeel van exporteurs in het micro-zmkb is daarom hoger in onze dataset dan in het totale Nederlandse micro-zmkb. Middelgrote ondernemingen exporteren binnen de groep zmkb'ers het vaakst. Echter, 40 procent van deze groep heeft in de vier jaren van 2011 tot en met 2014 nooit geëxporteerd. Dit is tegenover een aandeel van 20 procent in het grootbedrijf. Het aandeel van zowel starters als incidentele exporteurs is gelijk in alle vier categorieën.

Tabel 2: Verdeling populatie naar exportstatus en grootteklasse 2014

	Grootbedrijf		Micro ZMKB		Klein ZMKB		Middelgroot ZMKB		totaal	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Niet-exporteur	1246	20	38.761	61	14.717	49	2.049	39	56.773	54
Startende exporteur	256	4	1.925	3	895	3	151	3	3.227	3
Continue exporteur	4235	67	16.660	26	11.479	38	2.549	48	34.923	33
Incidentele exporteur	629	10	6.686	10	2.938	10	515	10	10.768	10
Totaal	6365	100	64.031	100	30.029	100	5.264	100	105.689	100

Exporteurs zijn vaak ook importeurs, met name bij het grootbedrijf. Zowel bij startende als bij continue exporteurs is het aandeel van ondernemingen die tegelijkertijd importeren ruim boven 70 procent bij het zmkb en rond 90 procent bij het grootbedrijf. Onder niet-exporteurs zien we grotere verschillen tussen zmkb'ers en het grootbedrijf. Zo importeert ruim 60 procent van de niet-exporteurs bij het grootbedrijf, ten opzichte van 31 procent in het zmkb.

Tabel 3: Aantallen ondernemingen naar exportstatus, zmkb-status en importstatus 2014

	Leeftijd	Niet-exporteur		Startende exporteur		Continue exporteur		Incidenteel exporteur		Onderneming en totaal	
		#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
ZMKB	Importeur	17.427	31%	2.131	72%	26.607	87%	6.278	62%	52443	53%
	Niet-importeur	38.100	69%	840	28%	4.081	13%	3.861	38%	46881	47%
	Totaal	55.526	100%	2971	100%	30688	100%	10139	100%	99324	100%
Grootbedrijf	Importeur	729	59%	228	89%	4.061	96%	525	83%	5542	87%
	Niet-importeur	517	41%	28	11%	174	4%	104	17%	823	13%
	Totaal	1246	100%	256	100%	4234	100%	629	100%	6365	100%

Zowel in het zmkb als in het grootbedrijf zijn ruim 70 procent van de ondernemingen langer dan vijf jaar actief. Dit is ook terug te zien in de verdeling naar leeftijd van continue en incidentele exporteurs en niet-exporteurs. Ruim 70 procent van de niet-exporterende en de incidenteel exporterende zmkb'ers is ouder dan vijf jaar, in het grootbedrijf is dit 65 procent. Onder continue exporteurs is het aandeel van oudere ondernemingen hoger (ruim 80 procent), mede door onze afbakening van continue exporteurs. Deze moeten minstens drie jaar internationaal actief zijn geweest. Bij starters is de leeftijdsverdeling echter heel anders dan de totale verdeling. Zo is 38 procent van de startende exporteurs in het zmkb slechts 2 of 3 jaar actief (61 procent bij het grootbedrijf).

Tabel 4: Aantallen ondernemingen naar exportstatus, zmkb-status en leeftijd 2014

	Leeftijd	Niet-exporteur		Startende exporteur		Continue exporteur		Incidenteel exporteur		Onderneming en totaal	
		#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
ZMKB	1 tot 3 jaar	9.177	17	1.126	38	1.444	5	1.638	16	13385	13
	4 tot 5 jaar	7.607	14	343	12	4.170	14	1.365	13	13485	14
	6 of meer	38.743	70	1.502	51	25.074	82	7.136	70	72454	73
	Totaal	55526	100	2971	100	30688	100	10139	100	99324	100
Grootbedrijf	1 tot 3 jaar	284	23	156	61	207	5	165	26	812	13
	4 tot 5 jaar	143	11	16	6	429	10	54	9	642	10
	6 of meer	819	66	84	33	3.599	85	410	65	4911	77

Totaal	1246	100	256	100	4234	100	629	100	6365	100
--------	------	-----	-----	-----	------	-----	-----	-----	------	-----

4.2 Financiële kengetallen en exportstatus

Liquiditeit is een belangrijk aspect van de financiële gezondheid van een onderneming en wordt bijna altijd, alleen of in combinatie met andere indicatoren, als proxy voor toegang tot financiering beschouwd. Een gezonde onderneming dient voldoende liquiditeit te bezitten om aan de op korte termijn opeisbare verplichtingen te voldoen. Als een onderneming financieringsbeperkingen ervaart dan kan zich dat vertalen in een lagere liquiditeitsratio omdat een onderneming eigen middelen moet gebruiken om activiteiten te financieren. Een te lage liquiditeitsratio brengt risico's met zich mee, zo kan een onderneming met te weinig liquiditeit mogelijk moeilijk aan haar kortlopende verplichtingen voldoen. Echter, een te hoge liquiditeitsratio kan ook een teken zijn van problemen met het verkrijgen van financiering. Op basis van een theoretisch model, verwachten Almeida et al. 2004 dat ondernemingen die voorzien dat externe financiering moeilijk te verkrijgen is de neiging zouden hebben om meer liquiditeit in huis te houden. Verder is een te hoge liquiditeitsratio een teken van inefficiëntie omdat het bedrijf de overbodige liquiditeit dan beter kan investeren.

Er bestaan meerdere maten voor liquiditeit. In deze paragraaf gebruiken we de quick ratio, deze relateert kortlopende vorderingen en liquide middelen aan kortlopende schulden. Voor deze ratio's bestaan er vuistregels voor wat als gezond gezien kan worden. Zo is een quick ratio van ruim 1 voldoende, maar normen verschillen echter per sector. Liquiditeitsratio's geven aan in hoeverre een onderneming aan haar verplichtingen op korte termijn kan voldoen. Tabel 5 laat zien dat de quick ratio duidelijk op exportstatus verschilt. Zo hebben niet-exporteurs aanzienlijk meer liquiditeit dan exporteurs die een lagere mediane quick ratio hebben ongeacht of ze continu of incidenteel exporteren of net begonnen zijn. Tussen soorten exporteurs zien we ook verschillen. Starters en continue exporteurs hebben structureel minder liquiditeit dan ondernemingen die slechts incidenteel exporteren.

Er lijkt dus een negatief verband te zijn tussen exporteren en de liquiditeit van een onderneming. Dit terwijl de literatuur grotendeels op een positief verband wijst. Dit kan door verschillen in de dekking van de onderliggende datasets komen. Onze dataset bevat alle ondernemingen in Nederland met een rechtspersoonlijkheid en meer dan twee werkzame personen. In de meeste studies in de literatuur is dit niet het geval. Vaak zijn deze studies gebaseerd op een steekproef of op een commerciële databron waarin sommige groepen ondernemingen, vaak kleine bedrijven, onvoldoende vertegenwoordigd zijn. Verder liggen mediane quick ratio's voor alle groepen ruim boven de gezonde grens. Hoewel hogere liquiditeit in het algemeen als teken van financiële gezondheid wordt gezien, is dit niet eindeloos het geval. Te veel liquiditeit kan averechts werken. Bij quick ratio's ruim boven de gezonde grens zou een lagere ratio (dichter bij 1) juist een teken van efficiëntie (en dus financiële gezondheid) zijn. In die zin is het liquiditeitsbeeld van exporteurs hier beter dan dat van niet-exporteurs.

Solvabiliteit, oftewel het aandeel van het eigen vermogen in het balanstotaal, maakt deel uit van sommige access-to-finance indicatoren in de literatuur (zie bijvoorbeeld Musso en Schiavo, 2008 en Bellone et al., 2010). Solvabiliteit geeft aan in hoeverre een onderneming

aan haar verplichtingen kan voldoen in het geval van liquidatie en is daarom een belangrijke maat waarop financiële instellingen kredietaanvragen beoordelen. Span et al. (2015) kijken naar bedrijven uitgevraagd in de financieringsmonitor van het ministerie van Economische Zaken in 2013 en laten zien dat 14 procent van de aanvragen waar financiering niet of slechts gedeeltelijk is toegekend een te lage solvabiliteit als reden voor afwijzing aangeven. Ook voor deze ratio bestaan normen voor wat als gezond gezien kan worden. Zo beschouwen banken meestal een solvabiliteit tussen de 25 procent en de 40 procent als voldoende, maar net zoals liquiditeit verschillen deze normen ook per sector. Solvabiliteit wordt soms gezien als een soort langlopende tegenhanger van liquiditeit. De twee ratio's worden derhalve vaak samen bekeken.

Bij continue exporteurs is de mediane solvabiliteit hoger dan deze bij niet-exporteurs. Bij starters en incidentele exporteurs is de solvabiliteit juist lager dan de niet-exporterende ondernemingen. Verder hebben startende exporteurs een beduidend lagere solvabiliteit dan de rest van de populatie. Dat continue exporteurs hogere solvabiliteit hebben is conform de literatuur. Hogere solvabiliteit is een teken van betere financiële gezondheid. Starters hebben mogelijk lagere solvabiliteit omdat ze in het begin meer gebruik maken van schulden om de vaste kosten van het toetreden tot de buitenlandse markten te financieren. Uit deze analyse is onmogelijk te bepalen of hogere solvabiliteit een gevolg is van exporteren of dat het een eigenschap is van ondernemingen die op exportmarkten weten te overleven.

Rentabiliteit is een maat voor wat een euro totaal vermogen een onderneming oplevert. Starters en continue exporteurs laten een hogere rentabiliteit zien dan andere bedrijven. Ondernemingen die regelmatig exporteren hebben dus hogere rentabiliteit. Hier rijst opnieuw de vraag of betere rentabiliteit een gevolg is van exporteren of dat het een eigenschap is van ondernemingen die daar succesvol in zijn. Paragraaf 5 laat in ieder geval zien dat rentabiliteit niet samenhangt met het besluit om te starten met exporteren.

Tabel 5: Medianen op exportstatus 2014

	Niet-exporteur	Continue exporteur	Startende exporteur	Incidentele exporteur	Totaal
Quick ratio	1,6	1,2 ^{**}	1,2 ^{**}	1,3 ^{**+*®}	1,4
Solvabiliteit (%)	34,6	38,1 ^{**}	30,0 ^{**+}	32,4 ^{**+®}	35,6
Rentabiliteit (%)	4,1	5,2 ^{**}	4,9 ^{**}	4,0 ^{**®}	4,5

** verschil t.o.v. niet-exporteurs is significant op 1%; * verschil t.o.v. niet-exporteurs is significant op 5%; ** verschil t.o.v. doorgaans exporteurs is significant op 1%; + verschil t.o.v. doorgaans exporteurs is significant op 5%; ® verschil t.o.v. startende exporteurs is significant op 1%; ® verschil t.o.v. startende exporteurs is significant op 5%. Significanties berekend door middel van kwantielregressies van de betreffende variabeel op exportstatus.

Verwant aan solvabiliteit is het aandeel van schulden in balanstotaal. De schuldratio is bijna het complement van solvabiliteit.⁹ In de literatuur wordt de schuldratio vaak gebruikt als maat van toegang tot financiering. Een positieve schuldratio betekent dat een onderneming, in ieder geval in het verleden, externe financiering heeft weten te krijgen. Een te hoge schuldratio, en dus te lage solvabiliteit, kunnen kredietverschaffers als reden zien om geen financiering toe te kennen. Een te lage schuldratio aan de andere kant kan een teken zijn dat de onderneming er zelf voor kiest om zo goed als alles uit eigen middelen

⁹ Naast eigen vermogen (inclusief reserves) en schulden bevat de passivakant ook voorziening. Dit zijn toekomstige claims van derden waarvan de omvang met redelijke zekerheid vooraf bekend is en vallen daarom onder vreemd vermogen.

te financieren. Echter, een te lage schuldratio kan ook een signaal zijn dat een onderneming geen externe financiering kan verkrijgen. De schuldratio is het hoogst bij startende exporteurs, gevolgd door incidentele exporteurs. Beide groepen zitten hoger dan niet-exporteurs, terwijl continue exporteurs de laagste schuldratio van alle vier groepen hebben. Dat starters een hogere schuldratio hebben dan de niet-exporteurs kan een gevolg zijn van de hogere vaste kosten waarmee ze te maken krijgen waardoor ze mogelijk relatief meer op schulden leunen dan niet-exporteurs. Als het om de verhouding kort- versus langlopende schulden gaat dan laten exporteurs een hogere ratio zien dan niet-exporteurs. Exporteurs maken dus relatief meer gebruik van kortlopende schulden. Tussen exporteurs is het aandeel van kortlopende verplichtingen in de totale schulden het hoogst bij starters.

Tabel 6: Schuldenstructuur medianen op exportstatus 2014

	Niet-exporteur	Continue exporteur	Startende exporteur	Incidentele exporteur	Totaal
Schuldratio (%)	40,6	39,1**	44,5***	42,8***	40,4
Kort- vs langlopende schulden	0,7	0,8**	0,9***	0,8**	0,8
Handelscrediteuren/balans (%)	3,8	6,4**	7,1***	5,7***	5,0
Handelsdebiteuren/balans (%)	2,8	4,3**	4,6***	4,0***	3,5

** verschil t.o.v. niet-exporteurs is significant op 1%; * verschil t.o.v. niet-exporteurs is significant op 5%; ** verschil t.o.v. doorgaans exporteurs is significant op 1%; * verschil t.o.v. doorgaans exporteurs is significant op 5%; ** verschil t.o.v. startende exporteurs is significant op 1%; * verschil t.o.v. startende exporteurs is significant op 5%. Significanties berekend door middel van kwantielregressies van de betreffende variabeel op exportstatus.

Handelskrediet is een belangrijke bron van financiering voor bedrijven. Het belang van verkregen handelskredieten wordt in dit rapport gemeten door het aandeel van handelscrediteuren in het balanstotaal.¹⁰ Een hoger aandeel van verkregen kredieten in het balanstotaal kan een signaal van betrouwbaarheid (en dus van financiële gezondheid) zijn (Eck et al., 2012). Echter, te veel handelskrediet kan, net als een te hoge schuldratio, een signaal zijn dat de onderneming niet aan haar verplichtingen kan voldoen. De mate waarin een onderneming in staat is om handelskrediet te verlenen wordt hier gemeten door het aandeel van handelsdebiteuren in het balanstotaal.¹¹ Meer handelskredieten verlenen kan de kansen van een onderneming om meer te verkopen zowel binnen- als buitenlands vergroten. Ook kan het verlenen van handelskredieten aan handelspartners een teken van financiële gezondheid zijn omdat het een signaal kan zijn dat de onderneming een deel van de betalingen voor het leveren van haar goederen en diensten niet direct nodig heeft. Echter, ook hier kan een te hoge ratio van handelsdebiteuren negatief zijn, omdat de onderneming dan teveel risico's op zich neemt in verband met mogelijke faillissementen van debiteuren en omdat de te ontvangen betalingen, net zoals liquiditeit, in meer rendabele activiteiten gebruikt kunnen worden (Giansoldati, 2017).

Dat starters meer gebruik maken van kortlopende schulden zien we terug in de cijfers van handelskredieten. Starters maken het meeste gebruik van handelskrediet als bron van financiering, deze maken deel uit van de kortlopende schulden. Ook verlenen starters deze vorm van financiering relatief vaker dan andere ondernemingen. Exporteurs in het algemeen maken meer gebruik van handelskredieten dan niet-exporteurs. Conclusies met betrekking tot zowel de schulden als de financiële kengetallen hierboven worden ook door

¹⁰ Handelscrediteuren zijn schulden aan leveranciers, oftewel nog te betalen bedragen voor reeds ontvangen goederen en diensten.

¹¹ Handelsdebiteuren zijn vorderingen op klanten, oftewel nog te ontvangen bedragen voor reeds geleverde goederen en diensten.

de cijfers van 2013 bevestigd (zie tabel A.2.1. in de bijlage). Als we ons uitsluitend op de subpopulatie zmkb'ers richten dan blijven de conclusies van deze paragraaf ongewijzigd (zie tabel A.2.2. in de bijlage).

4.3 Financiële kenmerken van exporteurs naar risicolanden

In 2014 ging 11 procent van de exportwaarde van het zmkb en 14 procent van de export van het grootbedrijf naar landen die volgens de *Business Social Compliance Initiative* als risicolanden gekenmerkt worden. In deze paragraaf kijken we in meer detail naar soorten exporteurs die met deze landen handelen en de belangrijkste financiële kenmerken daarvan. Tabel 7 laat zien dat deze risicolanden goed zijn voor 13 procent van de totale export in onze populatie in 2014. Het aandeel van risicolanden in de exportwaarde varieert per soort exporteur. Bij incidentele exporteurs is het aandeel van risicolanden in de totale exportwaarde het hoogst. Voor continue exporteurs zijn risicolanden bijna even belangrijk als exportbestemming als bij de groep incidentele exporteurs. Voor starters zijn risicolanden goed voor slechts 7 procent van de export.

Tabel 7: Exportwaarde naar handelsbestemming 2014 (mln euro's)

	Startende exporteurs	Continue exporteurs	Incidentele exporteurs	Totaal exporteurs
Exportwaarde naar risicolanden	444	33.302	1.523	35.270
	7%	13%	15%	13%
Exportwaarde naar overige landen	5.770	213.543	8.463	227.775
	93%	87%	85%	87%
Exportwaarde totaal	6.214	246.845	9.986	263.044
	100%	100%	100%	100%

Tabel 8 toont aantallen exporteurs met en zonder export naar risicolanden. Continue exporteurs blijken het vaakst met risicolanden te handelen (36 procent van de ondernemingen handelt met minstens één risicobestemming) en incidentele exporteurs het minst. In het algemeen kiest de meerderheid van de exporteurs ervoor om niet naar risicolanden te exporteren. Van de startende exporteurs begint 8 procent direct met exporteren naar één of meer risicolanden.

Tabel 8: Aantallen exporteurs naar regelmaat van handel met risicolanden 2014

	Startende exporteurs	Continue exporteurs	Incidentele exporteurs	Totaal exporteurs
Onderneming exporteert naar een risicoland	452	12.558	1.005	14.015
	14%	36%	9%	29%
Onderneming exporteert niet naar risicolanden	2.776	22.367	9.763	34.906
	86%	64%	91%	71%
Totaal exporteurs	3.228	34.925	10.768	48.921
	100%	100%	100%	100%

Op de meeste indicatoren zien we alleen (significante) verschillen bij continue exporteurs. Binnen deze groep hebben exporteurs naar risicolanden beduidend lagere liquiditeit en hogere solvabiliteit en rentabiliteit. Ook krijgen en verlenen continue exporteurs die met risicolanden handelen relatief meer handelskrediet. Starters die met risicolanden handelen hebben een lagere liquiditeitsratio en een hogere schuldratio dan starters die dat niet doen. Deze exercitie wijst op het bestaan van verschillen in financiële structuur van bedrijven samenhangend met hun exportportefeuille in termen van bestemmingen. Een

volledig beeld van dergelijke verschillen vergt echter een diepere analyse van de bestemmingsportefeuille. Naast de risico's die hier in beschouwing zijn genomen speelt een veelheid aan andere factoren vermoedelijk een rol zoals de geografische en culturele afstand.

Tabel 9: Exporteurs op handelsstatus met risicolanden 2014 (medianen)

	Startende exporteurs		Continue exporteurs		Incidentele exporteurs	
	Nee	Ja	Nee	Ja	Nee	Ja
Quick ratio	1,2	0,9**	1,2	1,1**	1,3	1,1
Solvabiliteit (%)	30,4	28,2	36,8	40,2**	32,4	33,3*
Rentabiliteit (%)	5,0	4,3	5,1	5,5**	4,1	3,3
Schuldratio (%)	43,6	48,8*	39,5	38,5	42,8	43,1
Kort naar langlopende schulden	0,9	0,8	0,8	0,9**	0,8	0,81*
Handelscrediteuren/balans (%)	6,7	9,0*	6,0	7,0**	5,6	6,3
Handelsdebiteuren/balans (%)	4,6	4,6	4,2	4,4**	4,1	3,4

5. Startende exporteurs: een verdiepende analyse

In deze paragraaf kijken we naar de financiële kenmerken van de starters van 2014 twee jaar voor het starten met exporteren en vergelijken we deze met kenmerken van ondernemingen die in de jaren tussen 2011 en 2014 niets geëxporteerd hebben. Hier beperken we ons tot deze twee groepen om de invloed van exporteren op de financiële gezondheid van ondernemingen uit te sluiten. Deze verdiepende analyse kan inzichten verschaffen in de samenhang van de verschillende financiële kenmerken met de kans dat een onderneming in de toekomst gaat exporteren. Omdat we voor dit model gegevens voor 2012 nodig hebben verliezen we de starters en de niet-exporteurs die na 2012 opgericht zijn. Het gaat hier om 1206 born globals en 1910 niet-exporteurs.

Tabel 10 laat twee modellen zien waarin niet-financiële eigenschappen die een rol spelen bij het besluit om te gaan exporteren op zijn genomen, namelijk productiviteit, grootteklasse in werkzame personen, grootteklasse in balanstotaal, zeggenschap, leeftijd, of een onderneming in 2012 importeerde en of een onderneming in 2012 wel of geen buitenlandse investeringen had. Daarnaast kijken deze twee modellen naar het belang van schulden en de rol van handelskredieten. Het effect van productiviteit is conform de literatuur. De kans dat een onderneming gaat exporteren groeit met haar productiviteit in beide modellen. Grotere ondernemingen, met meer dan 250 werkzame personen, hebben beduidend meer kans om te starten met exporteren dan kleinere ondernemingen. Verder is het verschil tussen zmkb'ers en alle ondernemingen met minder dan 250 werkzame personen te verwaarlozen. Ook is in het algemeen geen verschil te zien tussen Nederlandse en buitenlandse ondernemingen in de kans op exporteren.

Grootteklasse in termen van de omvang van het balanstotaal hangt in ons model ook positief samen met de kans op exportstart. Leeftijd wordt vaak genoemd als een belangrijke factor in het besluit om te starten met exporteren. Echter, de invloed van leeftijd varieert sterk, zo vinden sommige studies wel een verband tussen leeftijd en de kans dat een bedrijf start met exporteren, terwijl andere studies een dergelijk verband niet vinden. In de studies waarin leeftijd wel van invloed blijkt te zijn, laten sommige een positief effect zien (oudere bedrijven starten vaker met exporteren) (Roberts en Tybout, 1997) en andere een negatief effect (hoe jonger het bedrijf hoe groter de kans op exporteren) (Alvarez en López, 2005). In het geval van Nederland blijkt leeftijd doorgaans negatief samen te hangen met de kans dat een onderneming in 2014 als starter gekenmerkt wordt.

Ongeveer een vijfde van de niet-exporteurs in 2014 was in 2012 importeur. Bij starters is het aandeel van importeurs in 2012 veel hoger, namelijk 46 procent. Dit wijst op een verband tussen importeren en het eventueel starten met exporteren. Importeurs zijn beter bekend met buitenlandse markten en hebben daar wellicht al een netwerk, waarna de stap naar exporteren makkelijker gezet kan worden. Dit wordt bevestigd in beide modellen in tabel 10. Uit beide blijkt dat de gemiddelde kans dat een importeur van 2012 in 2014 start met exporteren 6,4 procent bedraagt, ten opzichte van een gemiddelde kans van 2,6 procent voor de niet-importeurs van 2012.¹² Ook het bezitten van buitenlandse

¹² Kansberekening uit overige modellen wijkt hier slechts lichtjes van af. Model B laat zien dat de kans dat een niet-exporteur in 2012 twee jaar later wel exporteert 2% is voor niet-importeurs en 5,6% voor een onderneming die in 2012 wel importeert. Uit model D worden deze gemiddelde kansen op 1,8% voor niet-importeurs en 5,1% voor importeurs geschat.

deelnemingen vergroot de kans op exporteren aanzienlijk. Zo bedraagt de gemiddelde kans dat een onderneming zonder buitenlandse deelnemingen gaat exporteren 3,5 procent ten opzichte van 5,6 procent onder ondernemingen met buitenlandse deelnemingen.

Tabel 10: Probit-analyse van de kans op starten met exporteren in 2014

	Model A	Model B
Productiviteit (log)	0,080***	0,0814***
WP < 250	-0,606	-0,598
Nederlandse UCI	-0,323	-0,323
ZMKB (WP < 250 & UCI NL)	0,304	0,299
<i>Leeftijd</i>		
4 tot 5 jaar	-0,096**	-0,097**
6 tot 7 jaar	-0,103**	-0,105**
8 of meer jaar	-0,144***	-0,148***
Buitenlandse deelnemingen	0,249***	0,248***
Importeur	0,457***	0,457***
Balanstotaal (log)	0,072***	0,074***
Schuldratio	0,165***	
Eigen vermogen (EV) < 0	0,011	
Schuldratio bij EV < 0	-0,154*	
Handelscrediteuren/balans	0,783***	0,662***
Handelscrediteuren/balans ²	-0,407	-0,330
Handelsdebiteuren/balans	1,543***	1,545***
Handelsdebiteuren/balans ²	-2,591*	-2,573*
Schuldratio onder mediaan		0,260**
Schuldratio boven mediaan		-0,029
Constant	-2,162***	-2,192***
<i>Model fit maten</i>		
Pseudo R ²	0,110	0,110
AIC	15663,96	15667,66
BIC	16424,23	16418,99
Aantallen ondernemingen	56.637	56.637

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Uit tabel 10 blijkt dat ondernemingen met hogere schuldratio's vaker slagen in het starten met exporteren. Dit is echter het geval voor ondernemingen met een positief eigen vermogen. Bij een negatief eigen vermogen verdwijnt het positieve effect van schulden op kans op exporteren. Dit betekent dat meer schulden niet altijd bijdragen aan een hogere slagingskans in het starten met exporteren. Een hoger aandeel van schulden in het balanstotaal is een teken dat de onderneming in ieder geval in het verleden externe financiering heeft kunnen verkrijgen. Zolang deze ratio binnen de gezonde grenzen blijft is de onderneming ook voldoende solvabel en is de kans groter dat de onderneming eventueel financiering zou kunnen krijgen indien nodig. In model B maken we onderscheid tussen de invloed van schulden onder en boven de mediane schuldratio van 41,2 procent.¹³

¹³ Door middel van een lineaire spline regressie.

Zo blijkt dat er alleen sprake is van een positieve invloed van schulden op de kans op exporteren als de schuldratio lager is dan de mediaan. Een toename van schulden boven de mediaan heeft geen effect op de kans dat een onderneming start met exporteren. Met andere woorden, ondernemingen met een hoger aandeel van schulden in de balans hebben een grotere kans om te starten met exporteren zolang dat aandeel onder een bepaalde grens blijft.

Het aandeel van verkregen handelskredieten in het balanstotaal heeft een beduidend positief effect op de kans dat een onderneming in de toekomst gaat exporteren. Dit aandeel kan namelijk een signaal van betrouwbaarheid, en dus financiële gezondheid, zijn. Het verkregen krediet kan ook gebruikt worden om een deel van de kosten van het starten met exporteren te financieren. Het aandeel van verleende handelskredieten in het balanstotaal hangt ook beduidend positief samen met de kans op exporteren. Het verlenen van handelskredieten aan handelspartners kan namelijk een teken van financiële gezondheid zijn, omdat het een signaal kan zijn dat de onderneming een deel van de betalingen voor het leveren van haar goederen en diensten niet direct nodig heeft. De positieve bijdrage van het aandeel van verleende handelskredieten is slechts van toepassing binnen een bepaalde grens. Naarmate dit aandeel groter wordt, neemt de bijdrage hiervan aan de kans op exporteren beduidend af. Dit is niet verassend, aangezien een hoger aandeel van verleende handelskredieten een onderneming blootstelt aan een verhoogd risico op faillissement van debiteuren en omdat de te ontvangen betalingen, net zoals liquiditeit, in meer rendabele activiteiten gebruikt kunnen worden. Hoewel we een vergelijkbare afname in het effect van het aandeel van verkregen handelskredieten zouden verwachten, biedt ons model geen ondersteuning voor deze hypothese.

Niet alle financiële kenmerken hebben iets te maken met het besluit om te starten met exporteren. Rentabiliteit, bijvoorbeeld, blijkt geen verband te houden met de kans dat bedrijven in de toekomst gaan exporteren. Liquiditeit lijkt in het algemeen een negatieve correlatie te hebben. De sterkte van deze bijdrage is echter afhankelijk van de betreffende maat van liquiditeit (quick ratio, current ratio of het aandeel van liquide middelen in het balanstotaal).¹⁴ Ondernemingen waar het aandeel van liquide middelen in het balanstotaal hoger is dan de mediaan slagen er minder vaak in te starten met exporteren. Lagere aandelen van liquide middelen hangen dus niet samen met kans op een exportstart. Alleen als het aandeel van liquide middelen te hoog wordt begint de kans op exporteren beduidend af te nemen. Ondernemingen met zeer hoge liquiditeit slagen dus minder vaak in het financieren van de vaste kosten van een toetreding tot buitenlandse markten. De kosten van exporteren lijken derhalve voornamelijk gefinancierd te worden door vreemd vermogen.

Modellen met liquiditeit gemeten door de quick en de current ratio leveren vergelijkbare resultaten op maar zijn wat lastiger te interpreteren. De samenhang van liquiditeit (gemeten door de quick en de current ratio) met de kans op exporteren lijkt sterk afhankelijk te zijn van de hoogte van de schuldratio en van de samenstelling van de schuldenstructuur (de verdeling tussen lang- en kortlopende schulden). Een duidelijker beeld van de invloed van liquiditeit op de kans dat een onderneming in de toekomst start met exporteren vergt dus verder onderzoek. Modellen met liquiditeit zijn hier daarom niet getoond.

¹⁴ De current ratio relateert voorraden, kortlopende vorderingen en liquide middelen aan kortlopende schulden.

6. Conclusie

Starten met exporteren brengt vaak aanzienlijke vaste en verzonken kosten met zich mee. Omdat ondernemingen onderling verschillen in de beschikbaarheid van financiële middelen en in de mate van financiële gezondheid, is het niet voor alle ondernemingen mogelijk om deze kosten te financieren. In het voorliggende onderzoek kijken we naar verschillen tussen exporteurs en niet-exporterende ondernemingen op de meest gebruikte financiële kengetallen in de literatuur rond access-to-finance en internationalisering, namelijk liquiditeit, solvabiliteit, rentabiliteit en een aantal eigenschappen van de schuldenstructuur. Ook binnen de groep exporteurs kijken we naar verschillen tussen starters, continue en incidentele exporteurs. Daarnaast kijken we naar verklarende factoren van de kans dat een niet-exporteur in 2012 twee jaar later start met exporteren.

De resultaten van de beschrijvende analyse laten zien dat exporteurs een lagere liquiditeit hebben dan niet-exporteurs. In tegenstelling tot wat bestaande literatuur laat zien, wijst dit op een negatief verband tussen exporteren en de liquiditeit van een onderneming. In de verdiepende analyse zien we dat liquiditeit binnen gezonde marges weinig invloed heeft op de kans dat een niet-exporteur over twee jaar start met exporteren. Een negatief verband tussen liquiditeit en de kans op exporteren is vooral te zien bij ondernemingen met liquiditeitsratio's boven de mediane waarde. Ondernemingen met zeer hoge liquiditeit slagen minder vaker in het starten met exporteren.

Startende exporteurs hebben in 2014 ook de laagste solvabiliteit en de hoogste schuldratio van alle andere onderscheiden groepen ondernemingen. Dit kan een gevolg zijn van de hogere vaste kosten waarmee starters te maken krijgen en waardoor ze mogelijk relatief meer op schulden leunen dan niet-exporteurs. Verder wijst de verdiepende analyse op een hogere schuldratio bij starters (in verhouding tot niet-exporteurs) alvorens ze beginnen met exporteren. De kosten van exporteren worden in ieder geval gedeeltelijk gefinancierd door vreemd vermogen. Echter, een te hoge schuldratio is ook niet gezond. De positieve bijdrage van een hogere schuldratio verdwijnt zodra het aandeel van schulden in het balanstotaal een bepaalde grens passeert.

Uit dit onderzoek zijn geen causale verbanden af te leiden. Dit geldt zowel voor de beschrijvende als de verdiepende analyse. Uit paragraaf 4 is duidelijk geworden dat continue exporteurs hogere solvabiliteit hebben dan overige exporteurs en niet-exporteurs. Het kan zijn dat ondernemingen met een relatief hoog eigen vermogen vaker starten met exporteren en daarin ook slagen. Echter, het kan ook zijn dat een hogere solvabiliteit een gevolg is van succesvol exporteren.

Uit de verdiepende analyse zijn evenmin causale verbanden af te leiden. Wel kunnen we op basis van het model van paragraaf 5 over correlerende factoren spreken. Ondernemingen met hogere schuldratio's starten, tot een bepaald punt, vaker met exporteren. Het kan zijn dat de beschikbaarheid van financiering in de vorm van schulden de onderneming in eerste instantie gemotiveerd heeft om te starten met exporten. Het kan echter ook zijn dat deze onderneming op zoek is gegaan naar extra bronnen van externe financiering vanwege haar plannen om in de toekomst te starten met exporteren.

In dit rapport hebben we de kapitaalstructuur van Nederlandse exporteurs in beeld gebracht en laten we zien hoe de beslissing om te gaan exporteren samenhangt met de financiële structuur van bedrijven. Zoals meermaals benadrukt zijn de analyses

hoofdzakelijk beschrijvend van aard en laten zij enkel correlaties zien tussen financiële kengetallen en exportgedrag van ondernemingen. Daarmee vormt dit rapport een opmaat naar vervolgonderzoek waarin de ontwikkeling van een access-to-finance indicator centraal staat aan de hand waarvan in een later stadium wellicht meer causale verbanden tussen financiële aspecten en exportgedrag gelegd kunnen worden.

Bijlage 1: de indelingen naar exportstatus

In dit rapport onderscheiden we drie categorieën exporteurs: starters, continue en incidentele exporteurs. Een onderneming wordt als startende exporteur getypeerd indien deze twee achtereenvolgende jaren niet exporteert en vervolgens dat in het derde en vierde jaar wel doet (Van den Berg en Moons, 2015). De grens van twee jaar is gebaseerd op studies waaruit blijkt dat een voormalige exporteur na twee jaren zonder export niet meer te onderscheiden is van een onderneming die nooit internationaal actief is geweest (Roberts en Tybout, 1997). Ondernemingen die direct beginnen met exporteren, oftewel de *born globals*, vallen in onze analyse nog steeds onder starters mits ze minstens twee jaar oud zijn en twee jaar geëxporteerd hebben. *Born globals* hoeven dus niet eerst twee jaar niet geëxporteerd te hebben.

Continue exporteurs in een bepaald jaar zijn ondernemingen die in het jaar zelf en in minstens 2 van de 3 voorafgaande jaren geëxporteerd hebben of ondernemingen die in het betreffende jaar geen export hebben maar in de twee voorafgaande jaren wel. Deze definitie maakt opnieuw gebruik van de bevindingen van Roberts en Tybout (1997), als een onderneming minstens twee jaar achter elkaar een positieve exportwaarde heeft en vanaf dat moment tot het betreffende jaar niet twee achtereenvolgende jaren is gestopt met exporteren dan tellen we deze mee als exporteur. Niet-exporteurs in een bepaald jaar zijn ondernemingen die zowel in het jaar zelf als in de drie voorafgaande jaren geen export hebben gehad. Incidentele exporteurs vormen een restcategorie met alle ondernemingen die in een van de vier jaren export hadden of ondernemingen die twee jaar exporteerde en vervolgens twee jaar niet. Incidentele exporteurs vormen dus een zeer heterogene groep. Zowel stoppende exporteurs als ondernemingen die doorgaans incidentele exporteurs zijn geweest vallen in onze analyse onder incidentele exporteurs. **Fout! Verwijzingsbron niet gevonden.** toont een samenvatting van de verschillende scenario's binnen iedere categorie.

Tabel A.1.1.: Indelingen ondernemingen naar exportstatus

Status van onderneming in jaar t	Exporteerde in jaar			
	t	$t-1$	$t-2$	$t-3$
Niet-exporteur	Nee	Nee	Nee	Nee
Startende exporteur	Ja	Ja	Nee	Nee
Continue exporteur	Ja	Ja	Ja	Ja
	Ja	Ja	Ja	Nee
	Ja	Ja	Nee	Ja
	Nee	Ja	Ja	Ja
	Nee	Ja	Ja	Nee
	Ja	Nee	Ja	Ja
Incidentele exporteur	Nee	Nee	Ja	Ja
	Nee	Nee	Nee	Ja
	Nee	Nee	Ja	Nee
	Nee	Ja	Nee	Nee
	Nee	Ja	Nee	Ja
	Ja	Nee	Nee	Nee
	Ja	Nee	Ja	Nee
	Ja	Nee	Nee	Ja

Bijlage 2

Tabel A.2.1.: Financiële kengetallen en schuldenstructuur op exportstatus 2013 (medianen)

	Niet-exporteur	Continue exporteur	Startende exporteur	Incidentele exporteur	Totaal
Quick ratio	1,6	1,2**	1,1**++	1,3***+®	1,4
Solvabiliteit (%)	32,9	36,4**	27,9***+	30,3***+®	33,7
Rentabiliteit (%)	2,5	3,9**	3,3***+	2,3**+®	3,0
Schuldratio (%)	41,3	40,4*	47,1***++	44,6***+®	41,5
Kort naar langlopende schulden	0,7	0,8**	0,9**	0,7***+®	0,7
Handelscrediteuren/balans (%)	3,8	6,4**	7,2***++	5,8***+®	5,0
Handelsdebiteuren/balans (%)	3,0	4,5**	4,8**	4,3***+®	3,7

Voor medianen: ** verschil t.o.v. niet-exporteurs is significant op 1%; * verschil t.o.v. niet-exporteurs is significant op 5%; ++ verschil t.o.v. doorgaans exporteurs is significant op 1%; + verschil t.o.v. doorgaans exporteurs is significant op 5%; ® verschil t.o.v. startende exporteurs is significant op 1%; ® verschil t.o.v. startende exporteurs is significant op 5%. Significanties berekend door middel van kwantielregressies van de betreffende variabeel op exportstatus.

Tabel A.2.2.: Financiële kengetallen en schuldenstructuur van zmkb op exportstatus 2014 (medianen)

	Niet-exporteur	Continue exporteur	Startende exporteur	Incidentele exporteur	Totaal
Quick ratio	1,6	1,2**	1,2**	1,3***+®	1,4
Solvabiliteit (%)	34,7	37,7**	30,6***+	32,0***+	35,4
Rentabiliteit (%)	4,1	5,3**	5,0**	4,0**+®	4,5
Schuldratio (%)	40,4	38,9**	44,0***++	42,7***++	40,2
Kort naar langlopende schulden	0,7	0,8**	0,9**	0,8**	,8
Handelscrediteuren/balans (%)	3,8	6,4**	7,1***++	5,7***+®	4,9
Handelsdebiteuren/balans (%)	2,8	4,2**	4,7***++	4***+®	3,4

Voor medianen: ** verschil t.o.v. niet-exporteurs is significant op 1%; * verschil t.o.v. niet-exporteurs is significant op 5%; ++ verschil t.o.v. doorgaans exporteurs is significant op 1%; + verschil t.o.v. doorgaans exporteurs is significant op 5%; ® verschil t.o.v. startende exporteurs is significant op 1%; ® verschil t.o.v. startende exporteurs is significant op 5%. Significanties berekend door middel van kwantielregressies van de betreffende variabeel op exportstatus.

Referenties

- Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S., 2004. The cash flow sensitivity of cash, *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Alvarez, R., López, R., 2005. Exporting and performance: evidence from Chilean plants, *Canadian Journal of Economics*, 38(4), 1384-1400.
- Berg, M.R. van den, en Moons, S., 2015. *Exporteren of investeren? De invloed van ontwikkelingsniveau en bilaterale hulp op de internationalisering van het Nederlands Bedrijfsleven*. In CBS Internationaliseringsmonitor 2015, vierde kwartaal. Centraal Bureau voor de Statistiek: Heerlen/Den Haag
- Berman, N., Héricourt, J., 2010. Financial factors and the margins of trade: Evidence from cross-country firm-level data, *Journal of Development Economics*, 93, 206-217.
- Bernard, A., Jensen, B., 1999. Exceptional exporter performance: cause, effect, or both?. *Journal of International Economics*, 47(1), 1-25.
- Bernard, A., Jensen, B., 2004. Why some firms export. *Review of Economics and Statistics*, 86, 561-569.
- Eck, K., Engemann, M., Schnitzer M., 2012. *How Trade Credits Foster International Trade, Governance and the Efficiency of Economic Systems (GESY) Discussion Paper N. 379*.
- Fazzari, S., Hubbard, G., Petersen, B., 1988. Financing constraints and corporate investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-195.
- Greenaway, D., Guariglia, A., Kneller, R., 2007. Financial factors and exporting decisions. *Journal of International Economics*, 73, 377-395.
- Kadapakkam, P.R., Kumar, P., Riddick, L., 1998. The impact of cash flows and firm size on investment: the international evidence, *Journal of Banking and Finance*, 22(3), 293-320.
- Kaplan, S., Zingales, L., 1997. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?, *Quarterly Journal of Economics*, 115, 707-712.
- Lamont, O., Polk, C., Saa-Requejo, J., 2001. Financial constraints and stock returns, *The Review of Financial Studies*, 14, 529-554
- Minetti, R., Zhu, S.C., 2011. Credit constraints and firm export: microeconomic evidence from Italy, *Journal of International Economics*, 83, 109-125.
- Muûls, M., 2015. Exporters, importers and credit constraints, *Journal of International Economics*, 95, 333-343.
- Musso, P., Schiavo, S., 2008. The impact of financial constraints on firm survival and growth, *Journal of Evolutionary Economics*, 18, 135-149.
- Roberts, M., Tybout, J., 1997. The decision to export in Colombia: an empirical model of entry with sunk costs, *The American Economic Review*, 97(4), 545-564.

Span, T., Doove, S., Kok, R., Verhoeven, W. (2015). *De financiële positie van bedrijven met een kredietbehoefte: een verdieping op de financieringsmonitor*. Panteia

Whited, T.M., Wu, G., 2006. Financial constraints risk, *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559.