

Solvabiliteit en pik-ordegedrag

L. de Haan*

De ontwikkeling van de vermogensstructuur in de jaren zeventig en tachtig van Nederlandse beursondernemingen kan goeddeels verklaard worden uit de ontwikkeling van de kosten van eigen vermogen, de rente, de inflatie en veranderingen in het fiscale regime. De aanpassing van de feitelijke aan de gewenste vermogensstructuur neemt echter geruime tijd in beslag. Dit kan worden verklaard uit 'pik-ordegedrag', waarbij ondernemers de aanpassing van de financieringsstructuur laten afhangen van de vermogensbehoefte voor nieuwe investeringen en de mogelijkheden tot winstinhouding.

De vermogensstructuur van Nederlandse, niet-financiële ondernemingen staat de laatste jaren volop in de belangstelling, getuige een aantal interessante empirische studies die hierover zijn verschenen¹. Deze micro-economisch georiënteerde studies hebben vooral het inzicht in de interne determinanten (bedrijfsomvang en dergelijke) van de vermogensstructuur van Nederlandse ondernemingen vergroot. In dit artikel wordt een empirisch onderzoek gepresenteerd dat een macro-economische aanvulling vormt op deze studies, doordat met name externe (in plaats van interne) determinanten van de vermogensstructuur worden onderzocht. Bovendien wordt met het onderzoek beoogd een verklaring te geven voor de volgtijdelijke ontwikkeling van de gemiddelde vermogensstructuur van Nederlandse ondernemingen als groep (in plaats van de verschillen in vermogensstructuur tussen individuele ondernemingen op een bepaald moment). Daarbij beperken we ons overigens tot lokale beursondernemingen². De opzet van dit artikel is als volgt. Eerst wordt de ontwikkeling van de vermogensstructuur over de afgelopen vijftienvijf jaar beschreven. Vervolgens wordt een korte impressie gegeven van de bedrijfs-economische financieringstheorie met betrekking tot de vermogensstructuur. Dit dient als referentiekader voor het daarna te presenteren empirische onderzoek naar de macro-economische factoren achter de ontwikkeling van de vermogensstructuur. Ten slotte worden de belangrijkste conclusies samengevat.

Ontwikkeling van de vermogensstructuur

De ononderbroken lijn van figuur 1 geeft een beeld van de vermogensstructuur van Nederlandse, lokale, niet-financiële beursondernemingen over de afgelopen vijftienvijf jaar. De vermogensstructuur is daarbij gemeten als de boekwaarde van het eigen vermogen in procenten van het totale vermogen

(ev/tv). Deze maatstaf staat in de Nederlandse financieel-economische literatuur ook wel bekend als de solvabiliteit. Uit de figuur blijkt dat de solvabiliteit vanaf medio jaren zestig voortdurend is gedaald tot om en nabij het jaar 1980 een dieptepunt werd bereikt, waarna gedurende de eerste helft van de jaren tachtig een sterk herstel optrad. In recente jaren volgde weer een lichte daling. In dit artikel wordt geprobeerd om deze opmerkelijke ontwikkeling van de solvabiliteit te verklaren. De analyse richt zich derhalve op de vermogensstructuur in termen van boekwaarden in plaats van de theoretisch relevantere marktwaarden. Dit kan worden gerechtvaardigd op twee gronden. Ten eerste tonen enquêtes aan dat de meeste financiële managers over hun vermogensstructuur denken in termen van boekwaarden³. Ten tweede is de vermogensstructuur in marktwaarden moeilijk meetbaar en waren pogingen door deze en andere auteurs om de vermogensstructuur empirisch te verklaren op basis van deels

* De auteur is werkzaam bij de Studiedienst van de Nederlandsche Bank. Hij dankt L.H. Hoogduin, C.G. Koedijk en J.E.J. de Vrijer voor hun nuttige commentaar, en voorts de docenten van de postdoctorale opleiding Financieel-economisch management van het Tilburgs Instituut voor Academische Studies (TIAS), waar de basis van dit artikel werd gelegd.

1. Zie A.W.J. van Wylick, D.H.M. Muusers en L.E. de Graaff, Nieuw licht op solvabiliteit, *ESB*, 31 oktober 1990, blz. 1020-1024; K. Cools en R. Spee, De vermogensstructuur van Nederlandse beursondernemingen, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, nr. 10, 1990, blz. 409-428; K. Cools, Financiële topmanagers over hun vermogensstructuur, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, nr. 3, 1991, blz. 87-101.

2. De vijf multinationals zijn buiten beschouwing gelaten omdat hun financiële gedrag het beeld te veel zou domineren.

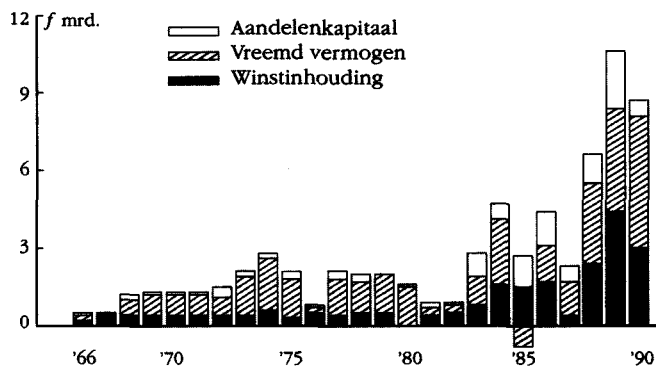
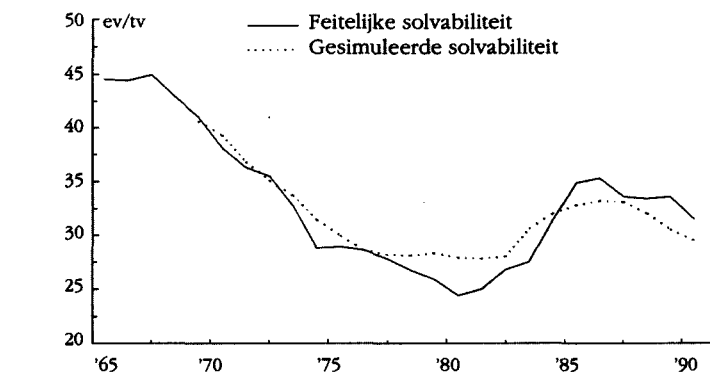
3. Zie bij voorbeeld K. Cools, op.cit., 1991; A.W.J. van Wylick e.a., op.cit., 1990.

geconstrueerde marktwaarden minder succesvol dan indien boekwaarden werden gebruikt⁴. De vermogensstructuur vormt de neerslag van financiële stromen in het verleden. Figuur 2 laat zien waarmee de lokale beursondernemingen jaarlijks hun netto investeringen hebben gefinancierd. Daarbij zijn, naast vreemd vermogen, zowel een interne als een externe bron van eigen vermogen onderscheiden: winstinhouding respectievelijk aandelenemissies. Uit de figuren 1 en 2 valt af te leiden dat de solvabiliteit in de jaren zeventig vooral is gedaald als gevolg van een geringe winstgevendheid, welke een relatief groot beroep op externe financieringsbronnen noodzakelijk maakte. Daar in deze externe financieringsbehoefte vrijwel volledig met vreemd vermogen werd voorzien, daalde het aandeel van het eigen vermogen. In het begin van de jaren tachtig steeg de solvabiliteit aanzienlijk onder invloed van een winstherstel waarbij de investeringen aanvankelijk relatief achterbleven. Toen in de tweede helft van de jaren tachtig de investeringen alsnog sterk op gang kwamen, liep de solvabiliteit weer enigszins terug.

Theorie van de vermogensstructuur

Een algemeen aanvaard uitgangspunt is, dat de vermogensstructuur optimaal is als de daarbij behorende gemiddelde vermogenskostenvoet minimaal is. Sedert het baanbrekende artikel van Modigliani en Miller⁵, waarin wordt aangetoond onder welke theoretische omstandigheden een dergelijk optimum irrelevant is – te weten een wereld met perfecte, efficiënte en complete vermogensmarkten, zonder faillissementskosten en zonder belastingen – is er veel theoretisch onderzoek gedaan naar het verband tussen de vermogensstructuur en de vermogenskostenvoet⁶.

Concentreren we ons op de keuze tussen eigen en vreemd vermogen, dan speelt volgens de theorie een groot aantal factoren een rol. We noemen er enkele. De vermogenskostenvoet van eigen vermogen ligt over het algemeen hoger dan die van vreemd vermogen. Dit prijsverschil compenseert de aandeelhouders voor het grotere risico dat ze lopen; eigen vermogen is immers risicodragend of ondernemend vermogen. Een tweede factor is de fiscus, die financiering met vreemd vermogen extra voordelig maakt omdat in het systeem van de vennootschapsbelasting rentebetalingen wel maar winstuitkeringen niet als kostenpost van de fiscale winst mogen worden afgetrokken. Deze voordelen van vreemd vermogen maken dat de gemiddelde vermogenskostenvoet daalt wanneer een (bijna) volledig met eigen vermogen gefinancierde onderneming een deel van het eigen vermogen omzet in vreemd vermogen. Dit betekent echter niet dat de onderneming zich uitsluitend met vreemd vermogen zal financieren. De kostenvoeten van eigen en vreemd vermogen gaan namelijk stijgen wanneer de onderneming zich meer met vreemd vermogen financiert, onder andere als gevolg van faillissementskosten en de zogenoemde 'agency'-kosten die dan gaan optreden. Op een gegeven moment daalt de gemiddelde vermogenskostenvoet niet meer doordat de voordelen van een groter aandeel vreemd vermogen worden gecompenseerd door de nadelen. Bij een te omvangrijke financiering met vreemd vermogen



worden de voordelen zelfs door de nadelen overtroffen, en neemt de gemiddelde vermogenskostenvoet toe. Volgens de gangbare theorie vertoont de gemiddelde vermogenskostenvoet, afgezet tegen het aandeel van het vreemde vermogen in het totale vermogen van de onderneming⁷, een u-vormig verloop, hetgeen vanwege de typische langgerekte bodem in de literatuur ook wel bekend staat als de 'badkuip'-curve.

Volgens de theorie kiest de individuele onderneming haar positie ergens op de bodem van de badkuip-curve; dat wil zeggen dat er niet slechts één vermogensstructuur optimaal is; er is sprake van een zekere bandbreedte. Een streven naar een optimale vermogensstructuur sluit dus niet uit dat de vermogensstructuur van jaar tot jaar kan veranderen, zoals in de praktijk ook vaak het geval is. Schommelingen in de vermogensstructuur kunnen met name optreden als gevolg van pik-ordegedrag. Dit gedrag houdt in dat bedrijven financieringsbron-

Boven: figuur 1. Feitelijke en gesimuleerde solvabiliteitsontwikkeling (ev/tv)

Onder: figuur 2. Financieringsstroom naar berkomst (Bron: CBS)

4. Vergelijk bij voorbeeld K. Cools en R. Spee, op.cit., 1990; L.D. Wall, Leverage ratios of US nonfinancial corporations, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, mei/juni 1988, blz. 12-29.

5. F. Modigliani en M.H. Miller, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 1958, nr. 3, blz. 261-297.

6. Zie voor een overzicht bij voorbeeld: J.F. Weston en T.E. Copeland, *Managerial finance*, Dryden Press, Chicago, 1986, hfst. 20 en 21; P.J.W. Duffhues, *Ondernemingsfinanciering en vermogensmarkten*, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1991, deel 2, hfst. 1 t/m 5.; M. Harris en A. Raviv, The theory of capital structure, *Journal of Finance*, 1991, nr. 1, blz. 297-355.

7. NB: in de theorie is dit aandeel gedefinieerd in marktwaarden.

nen in een vaste volgorde of 'pik-orde'⁸ plegen aan te boren: eerst zoveel mogelijk intern (uit de ingehouden winst), vervolgens vreemd vermogen en dan pas aandelenvermogen⁹. Hierdoor werken winstfluctuaties automatisch door in het aandeel van het eigen vermogen. Bij de bespreking van de figuren 1 en 2 bleek dit al.

De pik-ordetheorie maakt dus een nieuw onderscheid, namelijk tussen intern (eigen) vermogen en extern (eigen en vreemd) vermogen. Dit onderscheid wordt bepaald door kostenoverwegingen. Agency-kosten en emissiekosten maken externe financiering relatief duur. Bovendien is winsthouding fiscaal voordeliger dan aandelenemissie, omdat de inkomstenbelasting dividendinkomen wel, maar vermogenswinsten niet belast. Verder maakt asymmetrische informatie aandelenkapitaal relatief duur omdat de onderneming zichzelf moet zien te 'verkopen' aan de beleggers¹⁰. Dit speelt minder bij de emissie van (bijna risicovrije) schuldtitels.

Empirisch onderzoek

Thans wordt empirisch onderzocht of elementen uit de theorie terug te vinden zijn in het feitelijke financieringsgedrag van Nederlandse ondernemingen. Bij empirisch onderzoek naar de determinanten van de vermogensstructuur kan men een aantal wegen bewandelen:

- men kan ondernemers in een enquête direct er naar vragen¹¹;
- men kan proberen om met behulp van dwarsdoorsnede regressie-analyse te achterhalen of er een statistisch verband bestaat tussen de bedrijfskenmerken van een groot aantal individuele ondernemingen en hun vermogensstructuur¹²;
- men kan met behulp van volgtijdelijke regressie-analyse het verband onderzoeken tussen de ontwikkeling van de gemiddelde vermogensstructuur van (een groep) bedrijven over een langere periode en de ontwikkeling van een aantal relevante macro-economische variabelen¹³.

In dit artikel wordt de derde methode toegepast. Eerst wordt een eenvoudig aanpassingsmodel gepresenteerd, waarin verondersteld wordt dat ondernemers, in overeenstemming met de theorie van de optimale vermogensstructuur, streven naar een gewenste verhouding eigen-vreemd vermogen. Vervolgens wordt aangegeven hoe het model en de uitkomsten daarvan zich verhouden tot de pik-orde-theorie, volgens welke het onderscheid tussen interne en externe financiering centraal staat.

Een eenvoudig aanpassingsmodel

Het empirische model dat hier wordt gepresenteerd, gaat uit van de volgende veronderstellingen¹⁴. Eenvoudigheidshalve worden de niet-waarneembare faillissements- en 'agency'-kosten niet rechtstreeks in de beschouwing betrokken. In plaats daarvan concentreert het model zich op de macro-economisch waarneembare kosten van vreemd en eigen vermogen. Aangenomen wordt dat de ontwikkelingen van de kosten van vreemd en eigen vermogen sterk kunnen divergeren door ontwikkelingen die zich buiten het bedrijf afspelen zoals de inflatie, de rente, de belastingen en het beursklimaat, en dat bedrijven als groep hierop reageren door substitutie

tussen vreemd en eigen vermogen. Met andere woorden, niet de verschuiving langs de badkuipcurve maar de verschuiving van de curve zelf staat centraal.

Verondersteld wordt dat de gemiddelde door bedrijven gewenste solvabiliteit, s^* , een functie is van de macro-economisch waarneembare kosten van vreemd vermogen, k_{vv} , en de kosten van eigen vermogen, k_{ev} . Er wordt daarbij geen onderscheid gemaakt tussen de kosten van intern en extern eigen vermogen. De lineaire vergelijking waarvan wordt uitgegaan luidt:

$$s^* = \alpha + \beta k_{vv} + \gamma k_{ev}, \quad \beta > 0, \gamma < 0 \quad (1)$$

Vergelijking (1) beschrijft hoe een verandering van k_{ev} ten opzichte van k_{vv} via een verschuiving van de badkuip-curve tot een andere gewenste vermogensstructuur leidt.

Voorts wordt aangenomen dat de aanpassing van de feitelijke solvabiliteit, s , aan de gewenste solvabiliteit slechts geleidelijk verloopt. We gaan uit van een partiële aanpassingsvergelijking, waarbij de gerealiseerde aanpassing een constante fractie is van de gewenste aanpassing:

$$\Delta s = \delta(s^* - s_{-1}), \quad 0 < \delta \leq 1 \quad (2)$$

Na substitutie van (1) in (2) en enige herschikking volgt als uiteindelijke specificatie:

$$s = (1-\delta) s_{-1} + \delta\beta k_{vv} + \delta\gamma k_{ev} + \delta\alpha \quad (3)$$

Deze vergelijking is geschat. Een indicator van de kosten van vreemd vermogen is daarbij berekend als de reële rente (nominale rente minus inflatie) minus het produkt van het vennootschapsbelastingtarief en de nominale rente. De reële rente is opgenomen omdat een hoge inflatie, voor zover die niet verrekend is in de nominale rente, vreemd vermogen voordelig maakt. De fiscale rente-aftrek is berekend over de nominale rente, omdat belasting over nominale waarden wordt geheven. Een hoge inflatiepremie in de rente vergroot het fiscale voordeel van vreemd vermogen derhalve. De kosten van eigen vermogen zijn hier benaderd met behulp van het veel gebruikte 'constant dividend growth valua-

8. Zie over de zogenaamde 'pecking order' S.C. Myers, The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 1984, nr. 3, blz. 575-592.

9. Pik-ordegedrag bleek al vroeg uit enquêtes onder Amerikaanse ondernemingen door G. Donaldson, *Corporate debt capacity*, Harvard University, Boston, 1961. Nederlandse ondernemers gedragen zich ook conform het pik-ordegedrag blijkens het onderzoek van K. Cools, op.cit., 1991.

10. S.C. Myers en N.S. Majluf, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 1984, blz. 187-221.

11. Voorbeelden van Nederlandse enquêtes zijn: A.W.J. van Wylick e.a., op.cit., 1990; K. Cools, op.cit., 1991.

12. Zie voor Nederland bij voorbeeld: K. Cools en R. Spee, op.cit., 1990.

13. Bij voorbeeld het Amerikaanse onderzoek van L.D. Wall, op.cit., 1988.

14. Remolona doet iets soortgelijks voor de Verenigde Staten. E.M. Remolona, Understanding international differences in leverage trends, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1990, nr. 1, blz. 31-42.

tion model¹⁵. Omdat is aangenomen dat dividenden meegroeien met de inflatie, zijn de aldus berekende kosten van eigen vermogen niet nog eens gedeleerd. Schatting van de vergelijking over de periode 1969-1990 leverde het volgende resultaat op:

$$s = 0,819 s_{-1} + 0,275 k_{vv} - 0,709 k_{ev} + 11,848 \quad (3')$$

(13,5) (2,6) (2,6) (3,8)

$R^2 = 0,90$, Durbin's $h = 0,20$, standaardfout = 1,44, t-waarden tussen haakjes.

De geschatte coëfficiënten hebben alle het theoretisch verwachte teken en zijn statistisch significant. De geschatte coëfficiënt van de vertraagde endogene impliceert dat de vermogensstructuur zeer geleidelijk wordt aangepast aan de doelstelling op lange termijn. De geschatte waarde van δ is 0,18, hetgeen betekent dat de aanpassing na vijf en een half jaar grotendeels is voltooid.

Economische interpretatie

Met behulp van de geschatte vergelijking is een dynamische simulatie uitgevoerd. Dat wil zeggen dat voor de vertraagde endogene telkens de berekende waarde uit het vorige jaar is genomen. Blijkens de simulatie-uitkomsten, weergegeven door de stippellijn in figuur 1, is de geschatte vergelijking redelijk in staat om de ontwikkeling van de vermogensstructuur te beschrijven, zij het dat zich op korte termijn afwijkingen voordoen. Zoals hierna zal worden beargumenteerd, komt dit vooral doordat het veronderstelde aanpassingsmechanisme slechts globaal rekening houdt met pik-ordegedrag.

Tabel 1 geeft de bijdragen van de beschouwde verklarende variabelen aan de ontwikkeling van de vermogensstructuur in de drie subperioden die gekenmerkt werden door een daling dan wel een stijging van de solvabiliteit. De bijdrage van de kosten van vreemd vermogen is opgesplitst in de componenten: rente, belasting en inflatie.

Volgens de simulatie kan ruim driekwart van de daling van het aandeel van het eigen vermogen in de periode 1970-1980 door het model worden verklaard. De stijging van de kosten van eigen vermogen blijkt de belangrijkste factor te zijn geweest. De rente steeg in deze periode weliswaar ook, maar dit woog niet op tegen de kostenstijging van het eigen vermogen. Bovendien werd de nominale rentestijging gecompenseerd door een stijging van de inflatie; in het overgrote deel van de jaren zeventig was sprake van een negatieve reële rente. Verder maakte een verhoging van het vpb-tarief vreemd vermogen fiscaal aantrekkelijker.

De stijging van de solvabiliteit in de periode 1981-1986 kan slechts voor de helft door partiële aanpassing aan de relatieve kosten van eigen en vreemd vermogen worden verklaard. Een deel van de stijging van de solvabiliteit zal in deze periode zijn veroorzaakt door een stijging van de winst, die, in overeenstemming met pik-ordegedrag, leidde tot een toename van het eigen vermogen.

Gedurende de laatste vier jaar, 1987-1990, liep het aandeel van het eigen vermogen iets terug, hetgeen kan worden verklaard door een stijging van de kosten van eigen vermogen die slechts gedeeltelijk

	1970-'80	1981-'86	1987-'90
Kosten van ev	-17,6	1,1	-6,0
Nominale rente	9,5	0,0	-0,2
Belasting	-0,5	0,5	0,5
Inflatie ^a	<u>-4,2</u>	<u>3,8</u>	<u>1,9</u>
Kosten van vv	4,8	4,3	2,2
Niet verklaard	-3,8	5,5	0,0
Totale feitelijke mutatie van de solvabiliteit	-16,6	10,9	-3,8

a. De bijdrage van de inflatie is in feite minder groot voor zover een hogere (lagere) inflatie leidt tot een hogere (lagere) nominale rente.

werd gecompenseerd door een stijging van de kosten van vreemd vermogen.

Concluderend, kan de ontwikkeling van de vermogensstructuur grotendeels worden verklaard uit de ontwikkeling van de kosten van eigen vermogen, de rente, de inflatie en belastingwijzigingen.

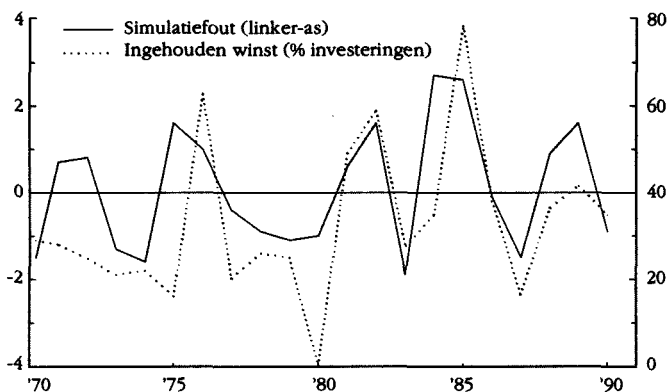
Pik-ordeaanpassing

Uit bovenstaande analyse kwam naar voren dat de aanpassing van de feitelijke aan de gewenste vermogensstructuur jaren in beslag neemt. Een mogelijke verklaring van deze trage aanpassing is pik-ordegedrag, hetgeen betekent dat investeringen zoveel mogelijk worden gefinancierd uit de winst en aandelenemissies zolang mogelijk worden uitgesteld. Dit gedrag betekent immers dat, indien een investerende onderneming bij voorbeeld een hogere solvabiliteit wenst, zij dit voornamelijk moet zien te realiseren door de netto investeringen een aantal jaren achtereen vooral intern te financieren. Een voorwaarde hierbij is dan wel dat de omvang van de winst groot genoeg is, althans in verhouding tot de vermogensbehoefte uit hoofde van de investeringen. Kortom, de pik-ordeverklaring voor de trage aanpassing van de vermogensstructuur luidt dat ondernemers de feitelijke aanpassing van de vermogensstructuur in sterke mate laten afhangen van de omvang van de winst in verhouding tot die van de investeringen.

Een andere constatering was dat de feitelijke ontwikkeling van de vermogensstructuur vooral op korte termijn afwijkt van de met behulp van het model gesimuleerde ontwikkeling. Dit komt deels doordat het veronderstelde aanpassingsmechanisme slechts globaal rekening houdt met pik-ordegedrag. De voorkeur voor financiering uit de winst, traditioneel een sterk fluctuerende grootheid, maakt de vermogensstructuur gevoelig voor winstfluctuaties. Hierdoor verloopt de aanpassing van de feitelijke aan de gewenste vermogensstructuur veelal minder gelijkmatig dan is verondersteld in het model; zie vergelijking (2) volgens welke de gerealiseerde aanpassing elk jaar een constante fractie van de gewenste aan-

Tabel 1.
Bijdragen aan de ontwikkeling van de vermogensstructuur, cumulatief, in procentpunten

15. Zie J.F. Weston en T.E. Copeland, op.cit., 1986, blz. 609-610. Als verwachtingshypothese voor de rentabiliteit op het eigen vermogen en de inhoudingsquote is op empirische gronden gekozen voor een voortschrijdend vijfjaarsgemiddelde.



Figuur 3.
Verband tus-
sen simulatie-
fouten van de
solvabiliteits-
ontwikkeling
en de winst-
ontwikkeling

passing bedraagt. Bij pik-ordegedrag hangt de gereaaliseerde aanpassing immers vooral af van de omvang van de ingehouden winst in verhouding tot de vermogensbehoefte, beide variabele grootheden. Met de invloed van winstfluctuaties op de vermogensstructuur is in het eenvoudige partiële aanpassingsmodel niet expliciet rekening gehouden. Indien pik-ordegedrag belangrijk genoeg is dan zouden de simulatiefouten die met dat model zijn gemaakt dus wellicht deels samenhangen met winstschommelingen. Om dit na te gaan worden in figuur 3 de door het model gegenereerde simulatiefouten met betrekking tot de solvabiliteitsmutatie (dus niet het solvabiliteitsniveau) afgebeeld te zamen met de ingehouden winst, uitgedrukt in procenten van de totale vermogensbehoefte. De uit de figuur blijken de samenhang tussen beide reeksen lijkt, zeker voor de jaren tachtig, te bevestigen dat de winstontwikkeling mede van invloed is geweest op de ontwikkeling van de solvabiliteit.

Conclusie

Ter aanvulling van recent empirisch onderzoek naar de interne determinanten van de vermogensstructuur van Nederlandse ondernemingen, bevat dit artikel een empirische studie van de externe factoren die de ontwikkeling van de vermogensstructuur van Nederlandse, lokale, niet-financiële beursondernemingen over de afgelopen vijftientig jaar hebben bepaald. De belangrijkste conclusie is dat de ontwikkeling van de kosten van eigen vermogen, de rente en de inflatie en veranderingen in het fiscale regime de ontwikkeling van de vermogensstructuur in de jaren zeventig en tachtig goeddeels kunnen verklaren. Uit de gepresenteerde analyse komt naar voren dat de aanpassing van de feitelijke vermogensstructuur aan de gewenste vermogensstructuur geruime tijd vergt. Deze trage aanpassing kan in verband worden gebracht met pik-ordegedrag, hetgeen betekent dat ondernemers de feitelijke aanpassing aan de gewenste vermogensstructuur sterk laten afhangen van de vermogensbehoefte uit hoofde van nieuwe investeringen en de mogelijkheid tot winst-inhouding. Pik-ordegedrag is er ook de oorzaak van dat winstfluctuaties op korte termijn kunnen leiden tot een enigszins schoksgewijze aanpassing van de vermogensstructuur.

L. de Haan