

Capital structure and corporate life cycle



A deeper understanding of the capital life stage theory

Capital structure and corporate life cycle



A deeper understanding of the capital life stage theory

July, 2016

Author: Jurgen Kruiper

Student number: s1587773

University: University of Twente

Study: Master Business Administration

Specialty: Financial management

Supervisor: IR. H. Kroon (University of Twente)

Assessor: Dr. P.C. Schuur (University of Twente)

Preface

With this thesis I finish my Master of Business Administration at the University of Twente. I have to say, doing a master in combination with a job as a teacher at Saxion University of Applied Sciences has been a great challenge. One moment of the day I was a teacher myself and an hour later I was a student again. That switch made it hard, let alone the hours of work I had to do to combine the two. Therefore, it is a great pleasure that with this thesis there comes an end to this combination. Although it was hard sometimes, I had a great time and learned a lot at the University of Twente. I want to thank all the people who shared knowledge with me during college.

Especially, many thanks to IR. H. Kroon for supporting and supervising me during my research. His feedback was very important during the process of the research and writing of the thesis. With help from my supervisor and my assessor Dr. P.C. Schuur I managed to finish this research project within half a year.

Another important acknowledgement is for Saxion University of Applied Sciences. They have given me the chance to develop myself in a large amount of freedom. Without this, it was impossible for me to succeed in this master.

Last but not least, I would like to thank my girlfriend for supporting me during my master.

Nijverdal, July 2016

Jurgen (I.M.) Kruiper

Management summary

Just like organisms develop through life stages firms also develop through different life stages. From a financial management perspective, each stage comes with different decisions on finance and accounting aspects. Since a capital structure is an outcome of such underlying activities, it is not impossible to think that capital structures also change when firms go through different corporate life cycle stages. That gave the researcher an occasion on studying the concept of capital life stage theory.

This research adds value to the scientific and practical field of financial management for a couple of reasons. Firstly, the concept of capital life stage theory is a relatively new concept. This research helps to understand this theory better and expands the existing literature by following a descriptive research design. Secondly, this approach deviated from the methods of previous scholars who have investigated the phenomenon prior to this research. This research provided considerable insights on how two specialists in entrepreneurship and corporate finance think that the capital structure of firms change as they go through different life stages and more importantly why this structure changes. Thirdly, knowing how capital structures develop through life stages might in the future works as a strategic compass for financial directors to determine financial needs.

This research followed a descriptive approach to answer the question: “How do the companies’ capital structures change over the corporate life stages?” By answering this question the researcher wanted to achieve the goal of *developing a framework in which an overview is provided of the corporate life stages combined with their debt ratios and an explanation based on literature review, documentary research and semi-structured interviews*. In this research, capital structures are measured based on debt ratios and corporate life stages (birth, growth, maturity, revival, and decline) have been assigned to specific moments of time based on the cash flow method of Dickinson (2005; 2011).

By performing literature review, documentary research, and semi-structured interviews, the researcher provided a deeper understanding of the capital life stage theory. The objective of performing a literature review was to come up with a first version of a ‘capital life stage framework’ in which the corporate life stages were compared with the expected debt ratio in that year. Documentary research is performed to come up with a second version of the capital life stage framework. This documentary research is based on annual reports of three Dutch multinationals. Debt ratios were calculated of the previous nineteen financial years and life stages were assigned. Finally, two semi-structured interviews were performed. One interview with a specialist on entrepreneurship and one interview with a specialist in corporate finance, more specifically a banker. In these interviews the researcher asked for opinions of the results and asked how they think the capital structure of the companies evolves as companies go through certain life stages. In addition, he asked why these structures change.

The results of the literature review, documentary research and semi-structured interviews were too different to answer the research question and therefore to construct a framework in where the capital life stage theory is explained. However, the results (especially of the interviews) indicate that the capital life stage theory is broader than only comparing capital structures and life stages with each other. The capital life stage might also include variables like geographical environment of the company, type of sector the company is in, the corporate strategy, the size of the company, corporate culture (in the case of large companies), and type of entrepreneur(s) (in the case of small companies).

The initial idea was to perform documentary research on small companies. However, the cash flow method of Dickinson (2005; 2011) is not suitable for assigning life stages to specific moments of time of small companies, since small companies are not required by law to prepare cash flow statements. Besides, this method does not hold for analysing individual companies. Previous research in which this method is used analysed large amounts of data. This research used the method in three individual companies. The results are too volatile to find any pattern.

In future research variables like geographical environment of the company, type of the sector the company is in, the corporate strategy, the size of the company, corporate culture (in the case of large companies, and type of entrepreneur(s) (in the case of small companies) in relation to capital structures and life stages should be investigated. Besides, future research should focus on developing a proxy for firm life cycle for small firms. It might be that the answer can be found in the field of strategy by performing a longitudinal study across multiple firms how their strategies change, as firms grow older. When one sees major differences between the strategies of a following year, it might indicate a different life stage.

Inhoud

Preface.....	i
Management summary	ii
List of figures.....	vi
1. Introduction	1
2. Literature review	3
2.1 Capital structure theory.....	3
2.1.1 Modigliani and Miller theorem.....	3
2.1.2 Trade-off theory	3
2.1.3 Pecking order theory	4
2.1.4 Market timing theory	4
2.2 Corporate life cycle theories	4
2.3 Capital life stage theory	6
2.4 Changing pattern of debt ratios over life stages	8
2.5 Conclusion.....	9
3. Method.....	11
3.1 Research classification.....	11
3.2 Research design	11
3.2.1 Literature review.....	13
3.2.2 Documentary research.....	13
3.2.2 Semi-structured interviews	15
3.3 Case descriptions	17
4. Results of documentary research	18
4.1 Assigning life stages to specific times of firms	18
4.2 Calculating debt ratios of the firms	19
4.3 Results in relation to literature study	21
5. Results of interviews	22
5.1 Entrepreneurial character, sector, and depth of life stage classifications as explanatory factors.....	22
5.2 Life stage description interviewee perspective	22
5.3 Overall framework in opinion of interviewees	26
6. Conclusion.....	28
7. Discussion and limitations.....	29
7.1 Discussion.....	29
7.2 Limitations	30
References	32
Appendix I – Interview guide	36

Appendix 2 – Transcripts of interviews	38
Appendix 3 – Documentary research reference list.....	66

List of figures

Figure 1 Organisational life stages according to Adizes (1979), Miller and Friesen (1984), Mintzberg (1984), Lester et al., (2003), and Levie and Lichtenstein (2010).

Figure 2 Development of the debt ratio over organisational life stages according to Frielinghaus et al. (2005).

Figure 3 Development of the debt ratio over organisational life stages according to Pinková and Kamínková (2012).

Figure 4 Constructed capital life stage framework based on literature.

Figure 5 Schematically research design.

Figure 6 Criteria for identifying phases (Miller and Friesen, 1984, p.1166).

Figure 7 Cash flow patterns through life stages according to Dickinson (2011) obtained from: Pinkova and Kaminkova (2012, p.256).

Figure 8 Life stages assigned to specific periods of time from respectively Philips NV, Koninklijke Ten Cate NV, and Heineken NV.

Figure 9 Life stages in combination with debt ratio.

Figure 10 Number of observations low, medium, and high debt ratios growth stage.

Figure 11 Number of observations low, medium, and high debt ratios maturity stage.

Figure 12 Number of observations low, medium, and high debt ratios revival stage.

Figure 13 Constructed capital life stage framework based on literature in relation to results of documentary research.

Figure 14 Expected debt ratio in birth stage in opinion of interviewees.

Figure 15 Expected debt ratio in growth stage in opinion of interviewees.

Figure 16 Expected debt ratio in maturity stage in opinion of interviewees.

Figure 17 Expected debt ratio in revival stage in opinion of interviewees.

Figure 18 Expected debt ratio in decline stage in opinion of interviewees scenario 1.

Figure 19 Expected debt ratio in decline stage in opinion of interviewees scenario 2.

Figure 20 Expected debt ratio in decline stage in opinion of interviewees scenario 3.

Figure 21 Capital life stage framework in the opinion of the interviewees.

Figure 22 Comparison of results of literature review, documentary research and interviews.

1. Introduction

Just like organisms develop through a life cycle via different stages, firms also develop through different life stages. These are called corporate life stages. This concept of corporate life cycle has been studied by several scholars (i.e. Adizes 1979; Miller and Friesen, 1984; Mintzberg, 1984; Lester et al., 2003; Levie and Lichtenstein, 2010). When firms develop through different stages, they have different business models, strategies, procedures and thus different ways of doing their business. From a financial management perspective, each stage comes with different decisions on finance and accounting aspects. For example on investment and financing, operating performance, performance measures, dividend pay-out policy, and the cost of equity of a firm (Hasan, et al., 2015; Rappaport, 1981; Richardson and Gordon, 1980; Fama and French, 2001; DeAngelo et al., 2006; Anthony and Ramesh, 1992).

Since a capital structure is an outcome of such underlying decisions, it is not impossible to think that capital structures also change when firms go through different corporate life cycle stages. However, capital structure theory and corporate life stage theory have mostly been examined separately (Frielinghaus et al., 2005; La Rocca et al., 2011; Pinková and Kamínková, 2011). Frielinghaus et al. (2005) argued that capital life stage theory is an undeveloped area within capital structure theory. This is still an argument in 2011 (La Rocca et al. 2011; Pinková and Kamínková, 2011). That gave the researcher an occasion on studying the concept of capital life stage theory.

This research adds value to the scientific and practical field of financial management for a couple of reasons. Firstly, the concept of capital life stage theory is a relatively new concept. This research helps to understand this theory better and expands the existing literature by following a descriptive research design. Secondly, its' approach deviated from the methods of previous scholars who have investigated the phenomenon prior to this research. This research provided considerable insights on how two specialists in entrepreneurship and corporate finance think that the capital structure of firms change as they go through different life stages. Thirdly, knowing how capital structures develop through life stages might in the future works as a strategic compass for financial directors to determine financial needs. Based on literature review, documentary research and semi-structured interviews a deeper understanding of the capital life stage theory is provided. By answering the question "How do the companies' capital structures change over the corporate life stages?" the researcher wanted to achieve the goal of *developing a framework in which an overview is provided of the corporate life stages combined with their debt ratios and an explanation based on literature review, documentary research and semi-structured interviews.*

To start with, the researcher studied literature on the corporate life stage theory, capital structure theory and capital life stage theory. The goal of this literature study was to develop a first conceptual framework on how and why debt ratios change over corporate life stages. Secondly, documentary research is performed on three multinationals (Heineken NV, Koninklijke Philips NV and Koninklijke Ten Cate NV) to

develop a second version of the capital life stage framework¹. Annual reports are collected on the previous nineteen financial years (1997 – 2015). Thirdly, semi-structured interviews are performed with a specialist in entrepreneurship and with a specialist in corporate finance, more specifically a banker, to develop a third version of the capital life stage framework. Finally, the different versions were compared and a conclusion was drawn.

This thesis starts with the results of the literature study in chapter two in which first the capital structure theory is described. Secondly, the most well-known corporate life cycle theories are described and thirdly previous research on the capital life stage theory is described. The chapter concludes with a first version of the capital life stage framework. After that, in chapter three the methods of this research are described, starting with the research classification, followed by the research design and it ends with the descriptions of the case firms from which the annual reports were used. In chapter four the results of the documentary research are described that concludes with a second version of the capital life stage framework. In chapter five, the results of the semi-structured interviews are described, resulting in a third version of the capital life stage framework. In the sixth chapter the conclusion with an answer on the research question is provided. In chapter seven, a discussion of the results and limitations of this research are described. Also ideas for future research are presented in that chapter.

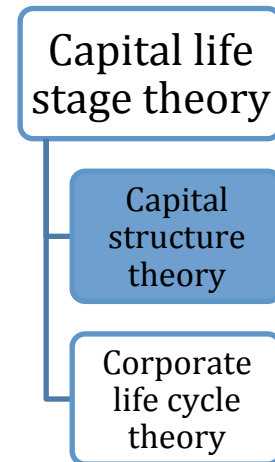
¹ This name is created by the researcher and is not an officially recognised name

2. Literature review

Two streams of research are included in this study, capital structure theory and corporate life stage theory. In the next paragraph, the capital structure is explained and after that the corporate life cycle theory is discussed.

2.1 Capital structure theory

According to Myers (2001), the study of capital structure is about the mix of securities and financing sources to finance investments. The capital structure represents the proportions of the company's financing from current and long-term debt and equity (Hillier, et al., 2013). According to Hillier, et al. (2013), liabilities are 'debts that are frequently associated with nominally fixed cash burdens, called debt service, that put the firm in default of a contract if they are not paid' (p.64). Equity is referred to as the residual difference between assets and liabilities (Hillier, et al., 2013).



There are different theories that aim to explain the debt and equity choices of firms. Modigliani and Miller (1958) started the debate on how and why firms choose their capital structure (Myers, 2001). Over the years, the trade-off theory, pecking order theory and market time theory have been emerged as three major theories in capital structure research (Huang and Ritter, 2009; Luigi and Sorin, 2009).

2.1.1 Modigliani and Miller theorem

According to this theorem, the capital structure is under some assumptions irrelevant (Frank and Goyal, 2007; Hillier et al., 2013). 'Modigliani and Miller (1958) argue that the firm's overall cost of capital cannot be reduced as debt is substituted for equity, even though debt appears to be cheaper than equity' (Hillier et al., 2013, p.417). The explanation is that if a firm increases debt, equity becomes more risky. The effect is that shareholders require a higher return, so the cost of equity increases. The increase in cost of equity offsets the advantage of using low-cost debt. Therefore, the value of the firm and the overall cost of capital have no influence on leverage (Hillier et al., 2013).

2.1.2 Trade-off theory

The trade-off theory is developed out of the debate on the theorem of Modigliani and Miller (Frank and Goyal, 2007). The theory reflects a trade-off between the tax benefits of debt and the bankruptcy costs (Frank and Goyal, 2007). According to Myers (1984), the trade-off theory proposes that firms set a target debt ratio and then gradually moves towards this target. This target is determined by balancing the tax advantages of debt and the bankruptcy costs (Frank and Goyal, 2007).

2.1.3 Pecking order theory

Majluf and Myers (1984) and Meyers (1984) observed that firms follow a pecking order in financing their operations. The pecking order theory proposes that firms use internal financing before external financing (Myers, 1984; Hillier et al., 2013). Internal financing hereby is defined as financing assets out of retained earnings (La Rocca et al., 2011; Hillier et al., 2013). 'Raising external finance is costly because managers have more information about the firm's prospects than outside investors and because investors know this' (Baker and Wurgler, 2002, p.26). If external financing is required, debt should be issued before equity (Hillier et al., 2013).

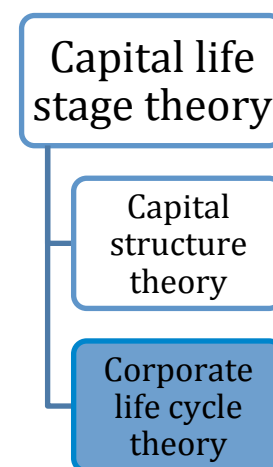
2.1.4 Market timing theory

The market timing theory is to the knowledge of the author first described by Baker and Wurgler (2002). As cited from Baker and Wurgler (2002), the market timing theory argues that a 'capital structure evolves as the cumulative outcome of past attempts to time the equity market' (p.27). According to the market timing theory, firms prefer equity when they perceive the cost of equity to be relatively low, and they prefer debt otherwise (Huang and Ritter, 2009).

To conclude, with these theories the scholars all present their point of view on how firms finance their operations and what factors influence these choices (Frank and Goyal, 2007). However, Myers (2001) argues that 'there is no universal theory of debt-equity choice, and no reason to expect one' (p.81). But, by describing how debt ratios and therefore capital structures change over corporate life stages, a basis can be provided on which debt ratios can be expected in specific life stages. Regardless of the theories described above. In other studies eventually a financial compass can be developed so that financial managers can determine their financial needs if they realise their corporate life stage. Therefore, the second and following paragraph describes the corporate life stage theories.

2.2 Corporate life cycle theories

Dickinson (2011) defined corporate life cycles as: '... distinct phases that result from changes in these factors, many of which arise from strategic activities undertaken by the firm' (p.1972). This stream of research suggests that firms pass through a series of stages from creation until death (Adizes, 1979; Mintzberg, 1984; Miller and Friesen, 1984; Lester et al., 2003; Levie and Lichtenstein, 2010). Many models have been developed and they differ from each other through the different life cycle stages they mention, meaning that no consensus has been reached on how many life stages there are. This is visualised in figure one on the next page.



Models				
Adizes (1979)	Miller and Friesen (1984)	Mintzberg (1984)	Lester, Parnell, and Carraher (2003)	Levie and Lichtenstein (2010)
1. Courtship	1. Birth	1. Formation	1. Existence	No fixed numbers of states
2. Infancy	2. Growth	2. Development	2. Survival	
3. Go-Go	3. Mature	3. Maturity	3. Success	
4. Adolescent	4. Revival	4. Decline	4. Renewal	
5. Prime	5. Decline		5. Decline	
6. Maturity				
7. Aristocracy				
8. Recrimination				
9. Bureaucracy				
10. Death				

Fig. 1 Organisational life stages according to Adizes (1979), Miller and Friesen (1984), Mintzberg (1984), Lester et al., (2003), and Levie and Lichtenstein (2010).

All models, except the model of Levie and Lichtenstein (2010), imply a sequential order in the corporate life cycle stages. However, Dickinson (2011) argues that the decline stage can be entered from any other of the stages. In addition, Yan and Zhao (2009) showed that the patterns of life stages are highly volatile. That is, the maturity stage might be followed by decline, revival, or even growth.

Although no consensus has been reached, the models agree on roughly three stages. They all mention that there is the birth of the firm, maturity, followed by a decline stage. In between the birth of the firm and maturity there are stages that imply growth or development and in between maturity and decline there are stages that imply a revival stage. This is best captured in the model of Miller and Friesen (1984). This model consists of the following five stages:

Birth → Growth → Mature → Revival → Decline

Firms in the birth stage are new firms. According to Miller and Friesen (1984), firms are young, dominated by their owners and have simple and informal structures. Firms in the growth stage experience rapid growth and have a functionally based structure, formalised procedures and some authority is delegated to middle managers (Miller and Friesen, 1984). Firms in the maturity stage face stabilising growth in sales levels and decreasing innovation. The firm is likely to be more bureaucratic. Firms in the revival stage experience a phase of diversification and have an increasing product-market scope. Finally, firms in the decline stage experience a dropping profitability due to external challenges and the lack of innovation.

To conclude, there are several models that try to explain the corporate life cycle theory. To the knowledge of the author, no consistency has been reached about the number and

content of corporate life stages. However, every scholar roughly describes in their own words the birth, growth, maturity, revival and decline stages.

In the next paragraph both streams of research (capital structure and corporate life cycle) are merged. This is called the capital life stage theory (Frielinghaus et al., 2005).

2.3 Capital life stage theory

Some scholars have studied (parts of) the capital life stage theory (Berger and Udell, 1998; Frielinghaus et al., 2005; Kim and Suh, 2009; Mac an Bhaird and Lucey, 2010; La Rocca et al., 2011; Pinková and Kamínková, 2012). Frielinghaus et al. (2005) were, to the knowledge of the author, the first who actually examined this relationship empirically. Their results show that in the early stages firms have on average approximately 35% debt. In the prime stages, firms have on average approximately 22% debt and in the late stages firms tend to have approximately 40% debt. So, firms in the early and late life stages use more debt than firms in prime stages.

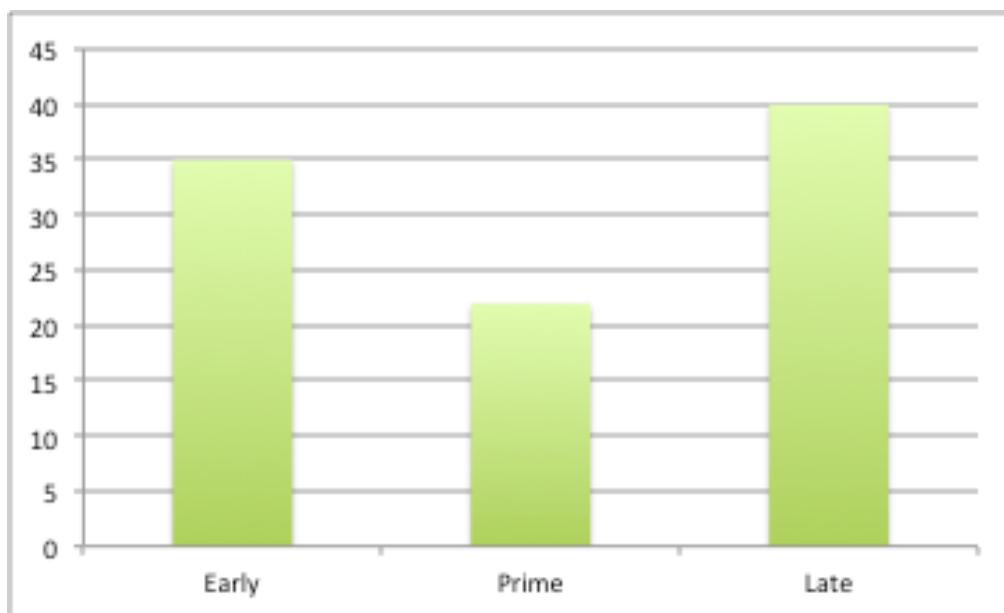
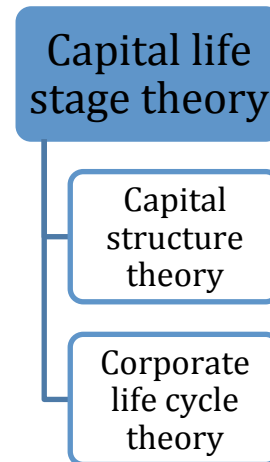


Fig. 2 Development of the debt ratio over organisational life stages according to Frielinghaus et al. (2005).

Pinková and Kamínková (2012) present somewhat different results. Their results indicate that the stages of birth, growth, and decline are typical with higher levels of debt. In the maturity stage, firms have low debt-ratios that rise again in the revival stage. According to Pinková and Kamínková (2012) the pattern of debt ratios over corporate life stages is as depicted in the figure underneath.

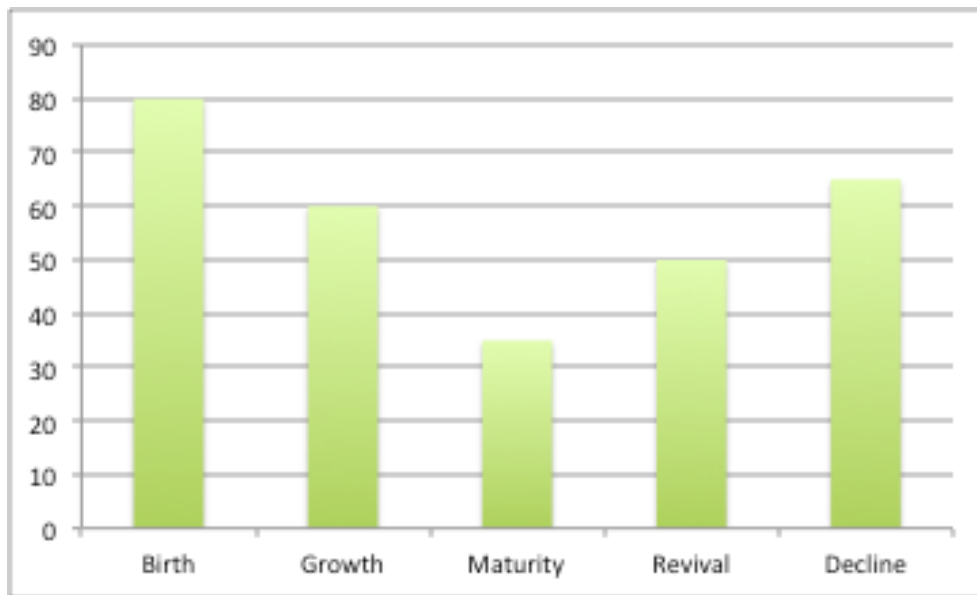


Fig. 3 Development of the debt ratio over organisational life stages according to Pinková and Kamínková (2012).

Both studies show higher debt ratios in earlier stages and later stages. However, there are differences in the levels of debt. These differences are very likely to be the result of using different corporate life stage classifications. For example, the life stage 'Early' of Frielinghaus et al. (2005) consists of two life stages namely Go-Go and Adolescence of Adizes (1979), while the birth stage is eliminated. According to Miller and Friesen (1984), firms in the Go-Go stage have the same characteristics as firms in the growth stage. Although not tested, this might indicate that firms in the Adolescence stage have lower debt levels than firms in the birth stage. A second reason for these differences could be due to sample differences. Frielinghaus et al. (2005) had a sample consisting of eighty-one private and public organisations in South Africa. In studies of Alves and Fransisco (2015) and Fan et al. (2010), it is shown that firms in South Africa have on average between 10% and 20% debt in relation to total assets. Pinková and Kamínková (2012) had a sample of fifty firms in Czech Automotive industry. Svedek (2013) showed that Czech organisations have on average in between 44% and 50% of debt in relation to total assets.

In general, firms in birth, growth, revival and decline stages have more debt than firms in maturity stages. This is in line with the results of La Rocca et al. (2011). They found that start-ups, young, and middle-aged firms need an increasing amount of debt. Mature firms rebalance their capital structure by substituting debt for internal capital.

In conclusion, the little research there is suggests that firms in the birth stage have high debt ratios that decreases through growth and maturity stages and increases again in revival and decline stages. At this moment, a relevant question to ask is why the level of debt changes over life stages.

2.4 Changing pattern of debt ratios over life stages

Firms in the birth stage tend to have high debt ratios. They rely heavily on outside debt as a source of start-up capital (Robb and Robinson, 2010), which contradicts much literature, in which it is argued that start-ups are mostly financed via personal savings of the owner(s), friends and family (e.g. Davila et al., 2000; Huyghebaert and Van de Gucht, 2007; Ullah and Taylor, 2007). Robb and Robinson (2010), using a database with data collected from almost five thousand organisations, found that those firms heavily rely on formal debt financing like owner-backed bank loans, business bank loans, and business credit lines. Since these firms have to innovate radically to defend their niche from competitors (Miller and Friesen, 1984), they heavily rely on outside debt as a source of start-up capital (Robb and Robinson, 2010).

As successful firms survive the birth stage and enter the growth stage, they tend to follow a strategy of high growth. This rapid growth is increasingly financed through retained earnings. This explains the declining debt ratio in figure 3 according to Pinková and Kamínková (2012). Bates and Bell (1973) argue that because of the high growth strategy, firms might lack sufficient liquid sources that are alleviated via the overdraft facility. But, short-term debt is neither sufficient nor appropriate for requiring large amounts of additional finance. Therefore, long-term debt is more suitable (Mac an Bhaird, 2010).

When reaching maturity, firms have an even larger trading history and have access to a broad range of financing sources (Mac an Bhaird, 2010). In this stage, growth is slowing down and the focus is on efficiently supplying a well-defined market (Miller and Friesen, 1984). Due to the larger trading history, these firms are likely to have higher retained earnings with which they can finance their operations. Myers (1993) argues that debt ratios change when an imbalance of internal cash flows and real investment opportunities occurs. As mature firms focus on efficiently supplying a well-defined market (Miller and Friesen, 1984) they presumably have limited investment opportunities and at the same time high profits. This drives down to a low debt ratio (Myers, 1993). As cited from Myers (1993), 'high profits mean low debt' (p.84).

Firms in the revival stage adopt divisionalised structures to cope with the more complex and heterogeneous markets (Miller and Friesen, 1984). Their strategy focuses on diversification and expansion of product-market scope to compensate for the lower growth in the maturity stage (Miller and Friesen, 1984). As the results of the scholars who have previously studied this subject show, this innovation is to be financed more with debt than equity. Reasoning further on the logics of Myers (1993), this implies that firms in the revival stage have less internal cash flows available than the cash needed for investing in opportunities. Slower growth and fiercer competition in the maturity stage might cause these dried out retained earnings. However, this is to the knowledge of the author not empirically tested or at least published.

A number of firms may enter a stage of decline due to diminishing returns (Steinmetz, 1969). According to Miller and Friesen (1984), firms in the decline stage react to adversity in markets by becoming stagnant. 'They try to conserve resources depleted by poor performance by abstaining from product or service innovation' (Miller and Friesen, 1984, p.1174). This leads to a decrease in revenues and cash flows. These firms are therefore having difficulties financing the daily business operations with internal resources. This might explain the increased debt ratio, because they heavily rely on debt financing.

2.5 Conclusion

There are several well-known theories within capital structure research. However, there is no universal theory that explains the debt and equity decisions of firms and as Myers (1984) argues there is no reason to expect one. By describing how debt ratios and therefore capital structures change over corporate life stages, a basis can be provided on what debt ratios can be expected in specific life stages. However, several scholars presented models that try to explain the corporate life cycle theory. In general, every scholar roughly describes in their own words the birth, growth, maturity, revival and decline stages. Both types of research, capital structure and corporate life cycle have mostly been examined separately.

Few scholars have studied the concept of capital life stage theory. The little research there is suggests that firms in the birth stage have high debt ratios, because these firms have to defend their niche from competitors by radically innovating. This is mostly financed with debt. Firms in the growth stage still have high debt ratios, but lower than in the birth stage. The reason according to the literature is that more is financed with retained earnings due to trading history. Firms in the maturity stage have relatively low debt ratios due to financing via retained earnings. These earnings are the result of higher profits because of an even larger trading history. Debt ratios rise again in the revival stage. Due to the slower growth and fiercer competition in the maturity stage, these firms have no longer sufficient retained earnings to finance their operations on a high level. Firms in the decline stage heavily rely on debt financing due to diminishing returns.

All of the above results in a 'capital life stage framework' in which debt ratios are presented with their life stages and a short explanation. This framework is presented on the next page.

Birth stage	High debt ratio (>0.6)	Defend niche from competitors by radically innovating.
Growth stage	High debt ratio (>0.6)	More financing through retained earnings and more access to external financing sources because of trading history.
Maturity stage	Low debt ratio (<0.4)	High profits through efficiently supplying a well-defined market and therefore mostly financed via retained earnings.
Revival stage	Medium debt ratio ($>0.4<0.6$)	Slower growth and fiercer competition in the maturity stage caused lack of retained earnings and therefore more need of debt financing.
Decline stages	High debt ratio (>0.6)	Due to diminishing returns, firms rely heavily on debt financing.

Fig. 4 Constructed capital life stage framework based on literature

3. Method

This chapter starts with the research classification in paragraph 3.1. In paragraph 3.2 the research design is described together with the data collection and analysing methods.

3.1 Research classification

According to Saunders et al. (2009), a research can be exploratory, descriptive and explanatory. An explorative research is valuable for finding out 'what is happening, to seek new insights, to ask questions and to assess phenomena in a new light' (Robson, 2002, p.59). An explorative research is useful if the researcher wants to clarify the understanding of a problem (Saunders et al., 2009). The objective of a descriptive research is, according to Robson (2002) 'to portray an accurate profile of persons, events or situations' (p.59). It is valuable to provide a clear picture of the phenomenon before collecting data on this phenomenon (Saunders et al., 2009). A research can be classified as explanatory when the researchers want to establish a causal relationship between variables (Saunders et al., 2009). The focus is on 'studying a situation or a problem in order to explain the relationships between variables' (Saunders et al., 2009, p.140).

At the heart of the classification whether this research was exploratory, descriptive, or explanatory was the research objective and the research question the researcher wanted to have achieved and answered. The objective of this research was:

Develop a framework in which an overview is provided of the corporate life stages combined with their debt ratios and an explanation based on literature review, documentary research and semi-structured interviews.

The research question to achieve this objective was:

How do the companies' capital structures change over the corporate life stages?

This research can be classified as partly exploratory and fully descriptive. Partly exploratory, because the researcher wanted to investigate what happened to the capital structure of the case firms as it passed through different corporate life stages. This relates to the 'what is happening' part of exploratory research. At the same time it is a fully descriptive research, because the researcher wanted to provide a deeper understanding of the capital life stage theory that should result in a capital life stage framework.

3.2 Research design

For reaching the objective, the researcher followed a case study strategy. Robson (2002) in Saunders et al. (2009) defined a case study as 'a strategy for doing research which involves an empirical investigation of a particular contemporary phenomenon within its real life context using multiple sources of evidence' (p.145-146). Although the researcher wanted to provide a deeper understanding of the capital life stage theory by

developing a framework and not empirically tested it, he was of opinion that a case study strategy suited with his objective. He used a case study strategy to perform documentary research in the form of analysing annual reports. By performing a case study there is the focus on a bounded situation and the emphasis tends to be upon intensive examination (Bryman and Bell, 2011). Besides, a case study strategy is a good way to explore existing theory (Saunders et al., 2009). Using a case study strategy comes with triangulation, meaning that different data collection techniques are used within one study to ensure that 'the data are telling you what you think they are telling you' (Saunders et al., 2009, p.146). Schematically, this research is conducted as followed:

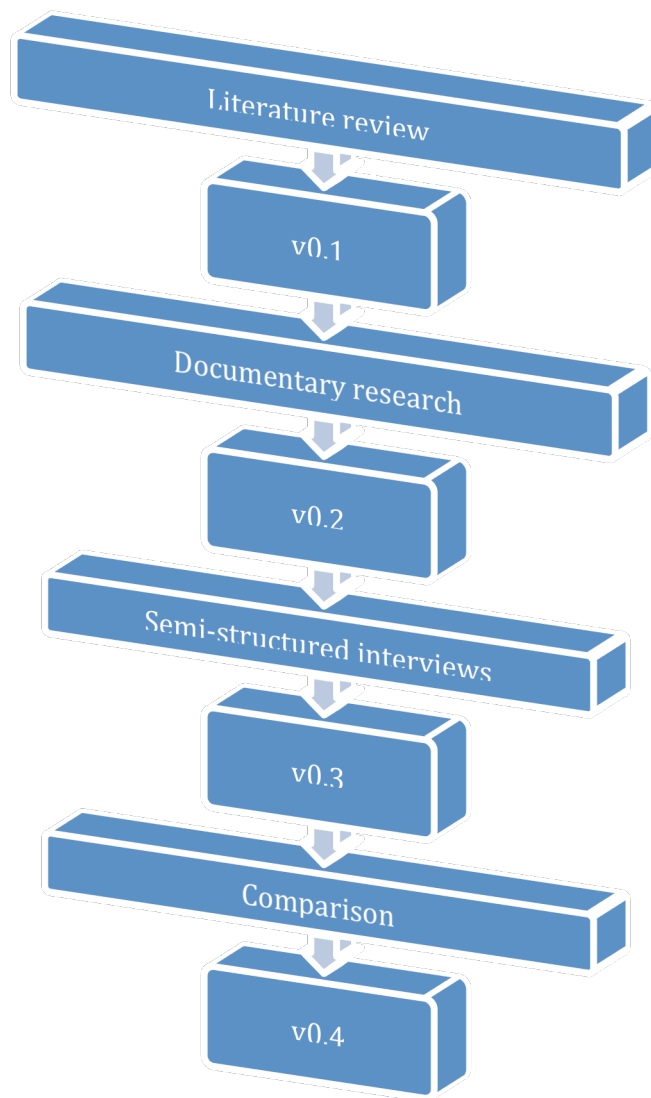


Fig. 5 Schematically research design

In this research the researcher began with a literature review to come up with a first constructed framework. This is followed by documentary research, to come up with a second version of the framework. Finally, semi-structured interviews were performed that results in a third version of the framework. Afterwards, the three different frameworks are compared and discussed. The goal was that this would result in a fourth

and final version of the framework. Due to the results this was not realistic as will be clear later on in this thesis. But, it all started with reviewing the literature.

3.2.1 Literature review

To start with, a literature review is conducted to come up with a conceptual framework to explain the capital life stage theory. The results are presented in the previous chapter, chapter two. In this study, mostly secondary literature sources are used, such as books and journals in the subject of finance and management. With using keywords as ‘capital structure’, ‘corporate life cycle’, and ‘capital life stage theory’ in the databases Scopus, Web of Science, and Google Scholar, the researcher was able to collect valuable literature to construct an initial capital life stage framework.

3.2.2 Documentary research

This conceptual framework is validated via three case studies in which documentary data was collected from annual reports. The first step in performing this documentary research was to identify the life stages the case firms have been through. The second step was to measure the capital structures of the firms over time.

3.2.2.1 Measuring the corporate life cycle stages

The key challenge for the researcher was to determine from observable data which life cycle stage the firms where in on a specific period of time. From an empirical perspective, the current research lacks a consensus on how to identify each life-cycle stage (Drobetz et al., 2015). DeAngelo et al. (2006) used retained earnings as a proxy for the classification of a life stage. DeAngelo et al. (2010) used the number of years listed as a proxy. Miller and Friesen (1984) came with criteria as shown in figure 6 underneath to identify the life stages. They used some numeric, but mostly descriptive criteria for stage classification.

Phase		Criteria
Birth	—	Firm is less than 10 years old, has informal structure, and is dominated by owner-manager. [†]
Growth	—	Sales growth greater than 15%, functionally organized structure, early formalization of policies.
Maturity	—	Sales growth less than 15%, more bureaucratic organization.
Revival	—	Sales growth greater than 15%, diversification of product-lines, [†] divisionalization, use of sophisticated controls and planning systems. [†]
Decline	—	Demand for products levels off, low rate of product innovation, [†] profitability starts to drop off. [†]

Fig. 6 Criteria for identifying phases (Miller and Friesen, 1984, p.1166)

The strength of this model is that it provides a basis for real insights into corporations’ evolution (Yan and Zhao, 2009). A problem is that the researcher needed to have a lot of information about the companies before he could identify and assign different periods (Yan and Zhao, 2009), since most of the criteria are descriptive. Dickinson (2011) proposed that cash flows capture the outcomes of the distinct life stages. ‘Cash flow

patterns provide a parsimonious, but robust, indicator of firm life cycle stage that is free from distributional assumptions inherent when using a univariate or composite measure' (p.1969). Her theory of identifying life stages is visualised in figure 7 underneath.

	Birth	Growth	Maturity	Revival			Decline	
Operating CF	-	+	+	-	+	+	-	-
Investing CF	-	-	-	-	+	+	+	+
Financing CF	+	+	-	-	+	-	+	-

Fig. 7 Cash flow patterns through life stages according to Dickinson (2011) obtained from: Pinkova and Kaminkova (2012, p.256)

Yan and Zhao (2009) tested an earlier, but in content the same, version of the model of Dickinson (2005). They randomly selected five hundred firms from a database to check patterns of cash flows and corresponding life-cycle stages of each firm. They found that patterns of life-cycle stages are highly volatile and that 'it is impossible to perform any time series analysis within each life-cycle stage if we follow the classifications either of Dickinson (2005)' (p.5). But, it was not the intention of the researcher to perform time series analysis within each life stage. The researcher just wanted to see the development of the capital structure over different life stages. However, Yan and Zhao (2009) argue that the method of Miller and Friesen (1984) is more convincing since they not only use financial ratios. But, the model of Dickinson (2005; 2011) can provide a more reliable view since the criteria are numerical and thus more objective. Therefore the method of Dickinson (2005; 2011) is used to identify the life stages. A second reason for using this method is that the access to data is easier. For each year available, the operating cash flow, investing cash flow and financing cash flow is examined, with respect to whether it is positive or negative. These results are administered in Microsoft Excel. Categorising the results in the different life stages follows this.

3.2.2.2 Measuring the capital structure

The second step in performing the documentary research was to define the capital structures of the case firms. When measuring the capital structure few ratios are capable (Hillier et al., 2013). Firstly, the total debt ratio takes into account all debts and can be defined as:

$$\text{Total debt ratio} = \frac{\text{Total assets} - \text{total equity}}{\text{Total assets}}$$

Such a ratio can also be computed with respect to total equity:

$$\text{Total equity ratio} = \frac{\text{Total assets} - \text{total debt}}{\text{Total assets}}$$

A third ratio that can be used is the debt-to-equity ratio. It is the key financial ratio used as a standard for judging a company's financial standing (Hillier et al., 2013). It is calculated as follows:

$$\text{Debt-to-equity ratio} = \frac{\text{Liabilities}}{\text{Equity}}$$

If the ratio is increasing, the company is being financed external finance sources rather than from its own financial sources. The thing to notice is that given any of these three ratios, one can immediately calculate the other two, meaning that they all say exactly the same thing (Hillier, et al., 2013). However, in the little literature there is on capital life stage theory scholars mostly used the debt ratio to measure the capital structure. Therefore in this study, the debt ratio was used.

For each year available, the capital structure is examined and is given a classification on low (<0.4), medium (>0.4<0.6) and high (>0.6). The debt ratios are administered in Microsoft Excel, so that an overview of debt ratios and life stages was provided easily.

3.2.2.3 Authenticity, credibility, representativeness and meaning of documents

According to Scott (1990) in Bryman and Bell (2011), there are four criteria for assessing the credibility of documents used in documentary research. Firstly, authenticity refers to whether the documents are genuine and of reliable and dependable origin. Secondly, credibility refers to whether the documents are free from error and distortion. Thirdly, representativeness refers to whether the documents are typical of its kind, and if not, is the extent of its untypicality known. Fourthly and finally, meaning refers to whether the documents are clear and comprehensible. Annual reports are, according to Bryman and Bell (2011), organisational documents that are in the public domain. As mentioned by Bryman and Bell (2011), these documents are likely to be authentic and meaningful in the sense of being clear and comprehensible to the researcher. Therefore the researcher argues that the authenticity and meaningfulness of the documents are high. The credibility and representativeness of the financial information is to be ensured by checking whether the accountants have qualified the annual reports. These documents are downloaded from the website of the case companies.

3.2.2 Semi-structured interviews

Two semi-structured interviews are performed to get to know the interviewee's point of view (Bryman and Bell, 2011). With respect to the reliability (see sub paragraph 3.2.2.2), the reasons for using semi-structured interviews are described. The researcher had mainly three objectives by performing the interviews. As the researcher did not test for a causal relation between life stages and the capital structure, he was firstly interested in whether specialists had an idea if the capital structure of firms is influenced by the corporate life stages. Asking for opinions cannot be captured via a structured set of questions. Rather, the researcher needed to have the possibility to depart from any schedule or guide that is being used. The semi-structured interview

gave this possibility (Bryman and Bell, 2011). Secondly, by performing semi-structured interviews, he wanted to discuss the results of the literature review and documentary research. Thirdly, he wanted to construct a version of the capital life stage framework based on the perspective and opinion of the specialists.

3.2.2.1 Data analysis

According to Verhoeven (2010), the data analysis steps of the interviews include:

- Transcript: The interviews are audio-recorded (more detail in next paragraph), and from these recordings a transcript was made. These transcripts are attached in appendix II.
- Structuring and decoding: Afterwards the transcript is structured and decoded, which includes scrapping irrelevant information. This is done by accentuating the important information.
- Segmentation and coding: the structured transcript is then divided in fragments, each given answer to a certain question. Afterwards the fragments or segments are coded in keywords given to an answer. These coded fragments represent significant answers given on questions asked.

The language spoken during these interviews was Dutch since it is the native language for the interviewees and the interviewer. This helped in preventing a possible language border. Since this thesis is written in English, the interview template is worked out in English and Dutch, but the transcript is in Dutch.

3.2.2.2 Reliability and validity

The lack of standardisation in semi-structured interviews can lead to concerns about reliability (Saunders et al., 2009). Since the value of semi-structured interviews is derived from its' flexible character, an attempt to ensure that the research could be replicated by others would not be realistic or feasible (Saunders et al., 2009). However, to make other researchers able to understand the findings and process used by the researcher, the reasons for using semi-structured interviews are described in the paragraph 3.2.3.

Before performing the interviews, an interview guide was prepared with the questions the researcher wanted to have answered (see appendix I). In order to receive clear and useful results, the researcher sent the interview guide to the interviewee beforehand. The content of these questions depended firstly on the results of the literature review and documentary research. Secondly, the questions relate to what the interviewees would expect in a certain stage. For further increasing the reliability, the researcher audio-recorded the interviews. This allowed the researcher to concentrate on questioning and listening, to re-listen the interview, allowed for using direct quotes, and there is a permanent record for others to use (Saunders et al., 2009). The recordings are attached on a disk. Finally, peer evaluation took place. The supervisor provided general feedback on the methods used in this research that increased the reliability (Verhoeven, 2010).

In general, qualitative research has been criticised a lot on external validity of the research (Saunders et al., 2009; Verhoeven, 2010). However, generalising the results has not been the main focus of this research. This research focused on developing a deeper understanding of the capital life stage theory by developing a framework in which the capital life stage theory is described. To develop this framework, three case studies are performed. Within those case studies, documentary research and interviews are done. This research is a precursor to an explanatory research in which the framework can be empirically tested. There, external validity is of greater importance.

3.3 Case descriptions

The case companies that are used to perform the documentary research are Philips NV, Koninklijke Ten Cate NV, and Heineken NV. These are three different companies in the sense that they perform in different markets and are different in size. These companies have been selected randomly. The researcher could have chosen other companies instead.

Phillips NV (officially Koninklijke Philips NV) is a diversified technology company in healthcare, consumer lifestyle and lighting. It is market leader in cardiologic healthcare, acute care, energy efficient lightening solutions, new lightening applications and in the field of shaving devices, haircutters, and products on oral care. In 2015 Philips had consolidated sales of twenty-four billion euros and 104,204 employees.

Koninklijke Ten Cate NV is a textile technology company that develops and produces solutions that are sold globally to protect human beings and their work and live environment. They have leading positions in safety tissues, composites for aviation and aerospace, anti-ballistics, geosynthetics and artificial turf. In 2015 Koninklijke Ten Cate had consolidated sales of one billion euros and 3,652 employees.

Heineken NV is the number one brewer in Europe and the third brewer in volume worldwide. In 2015 Heineken NV had consolidated sales of twenty billion euros and around 85,000 employees.

4. Results of documentary research

The goal of performing documentary research was to develop a second version of the framework based on annual reports of two small firms. Therefore the researcher had to collect data on balance sheets to calculate the debt ratios as a measurement of the capital structures of the firms and cash flow statements split up in operational-, investing, - and financing cash flows as a measurement / proxy of life stage classification. However, when the case firms were found there was the problem that there was limited data available on cash flow, meaning that this method does not hold for small sized enterprises. Since this method for assigning life stages to specific moments of time in history of the firms was the most objective, the researcher choose to collect data of three multinationals.

4.1 Assigning life stages to specific times of firms

Using the method of Dickinson (2005; 2011), specific times in history of the firms were given a 'B' (birth), 'G' (growth), 'M' (maturity), 'R' (revival), or 'D' (decline), to represent the life stage the firms were in on that specific moment. At first, the researcher classified ten years of data to specific life stages and calculated the debt ratios belonging to them. The researcher then concluded that this was too limited to say something useful about the results. Therefore he decided to collect five more years of data and analysed it in the same way. Again, there was in the opinion of the researcher not something useful to say. He decided for the last time to collect data of four more years. The results are visualised in figure eight underneath.

Year	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15
Life stage	R	M	M	M	G	M	R	R	R	G	R	M	M	R	M	M	M	M	G

Year	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15
Life stage	M	G	G	M	M	G	M	M	G	R	G	G	M	M	G	M	M	M	M

Year	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15
Life stage	G	G	M	G	M	G	G	M	M	M	M	G	M	M	M	G	M	M	M

Fig. 8 Life stages assigned to specific periods of time from respectively Philips NV, Koninklijke Ten Cate NV, and Heineken NV.

This figure visualises two results. The first result is that the birth stage and decline stage were not identified during this research, meaning that only growth, maturity, and revival were identified in this time frame of analysis within these case companies. Secondly, the results show that the life stages are highly volatile and do not follow a sequential order. Basically, these results indicate that these firms can go from a certain life stage to any other one. This is recognised in both literature (Yan and Zhao, 2010; Dicksinon, 2011) and practice. The banker told: *"There is no straight line where companies go through in their life cycle. When companies grow larger, their product portfolio becomes bigger and more diverse. When companies reach maturity, they reach*

the end of their growth curve. They become stable and competitors have entered the market. Companies often raise a new company or take over an existing one to try to enter a new growth curve. Whenever there are enough of these curves beside each other, than the distinction between growth and maturity is very hard to identify."

The underlying reason why these volatile stages occur might be in this distinction between life stages. Based on the cash flow method of Dickinson (2005; 2011) life stages were assigned to specific periods of time of the multinationals. As a specialist in entrepreneurship told about the life stage classification: *"The outcomes are a sum of underlying activities and I can imagine that it really depends on activities of subsidiaries or underlying markets. ... It is the result of a couple of underlying factors. "*

After assigning life stages to specific moments in time of the firms, the researcher calculated the debt ratios.

4.2 Calculating debt ratios of the firms

Over nineteen years the researcher calculated the debt ratios and placed the results in a sequential order from growth to maturity to revival with the intention to spot a pattern (low, medium or high debt ratios). This can be seen in figure nine underneath.

Philips NV		<u>Koninklijke</u> Ten Cate		Heineken NV	
Life stage	Debt ratio	Life stage	Debt ratio	Life stage	Debt ratio
G	51,49%	G	65,04%	G	35,16%
G	39,92%	G	60,10%	G	37,35%
G	61,97%	G	57,78%	G	44,00%
M	48,70%	G	63,46%	G	49,66%
M	49,34%	G	57,00%	G	51,67%
M	42,39%	G	58,16%	G	76,92%
M	56,34%	G	53,21%	G	64,41%
M	50,70%	M	54,89%	M	39,06%
M	52,03%	M	62,04%	M	42,14%
M	57,99%	M	68,31%	M	50,95%
M	61,57%	M	53,37%	M	61,84%
M	57,73%	M	53,76%	M	57,53%
M	61,31%	M	48,58%	M	54,15%
R	59,74%	M	51,09%	M	72,02%
R	55,39%	M	50,83%	M	50,83%
R	50,71%	M	45,47%	M	61,67%
R	50,38%	M	50,06%	M	62,80%
R	40,24%	M	45,09%	M	62,94%
R	53,23%	R	51,16%	M	60,04%

Fig. 9 Life stages in combination with debt ratio

Besides the result that life stages seem to be highly volatile, debt ratios are also highly volatile within the specific life stages. Take for example Philips NV. When looking at the growth stages of Philips NV, there were three observations. The highest debt ratio was 61,97% and the lowest was 39,92%. When considering the debt ratios in the maturity stages, the highest debt ratio was 61,57% and the lowest was 42,39%. In the revival

stages, Philips NV had debt ratios between the range of 59,74% and 40,24%. These ratios are highly volatile, meaning that it is hard to identify a pattern based on this information. So, there are large differences and also within the same life stages.

This is a remarkable result and especially for stock listed companies like the case companies are. As a banker said: *“Stock market listed companies have an even larger interest that their development is steady, because highly volatile numbers always raise questions by analysts.”* Although he argued that it is remarkable, he comes with a likely explanation: *“During a year the position of companies is different than at the end of the year. Most entrepreneurs try to make their financial position as good as possible.”* He thus thinks that there might be good reasons that companies have certain debt ratios. Besides, and that is in line with the volatility of the life stages, there are underlying factors that influence the debt ratios. One example could be the change of valuation methods, as argued by the banker. He comes with an example: *“I am also a commissioner in a housing corporation and at the moment we see enormous volatility in the results due to changing valuation methods. These results have an immediate effect on your equity, whether positive or negative.”*

Since it was very hard to find whether a life stage had low, medium, or high debt ratios based on these individual results, the researcher combined them and then classified them into low, medium, and high debt ratios.

The growth stage is identified seventeen times. In figure ten underneath the number of observations of low, medium, and high debt ratios are visualised.

Growth	# observations
Low debt ratio	3
Medium debt ratio	8
High debt ratio	6

Fig. 20 Number of observations low, medium, and high debt ratios growth stage

The results show that the differences in the number of observations of the medium debt ratios and high debt ratios are small. Most observations (eight) in the growth stage had a medium debt ratio ($>0.4 < 0.6$). Six observations however, had a high debt ratio (>0.6).

The maturity stage is identified thirty-three times. In figure eleven underneath the number of observations of low, medium, and high debt ratios are visualised.

Maturity	# observations
Low debt ratio	1
Medium debt ratio	21
High debt ratio	11

Fig. 11 Number of observations low, medium, and high debt ratios maturity stage

The results indicate that when these firms are in the maturity stage they have most likely a medium debt ratio ($>0.4 < 0.6$). In only one observation a firm had a low debt ratio (<0.4).

The revival stage is identified seven times. In figure twelve underneath the number of observations of low, medium, and high debt ratios are visualised.

Revival	# observations
Medium debt ratio	7

Fig. 12 Number of observations low, medium, and high debt ratios revival stage

Every observation had a medium debt ratio ($>0.4 < 0.6$).

4.3 Results in relation to literature study

In this paragraph the results of the documentary research are included in figure four, where the results of the literature study is presented.

According to literature			Documentary research
Birth stage	High debt ratio (>0.6)	Defend niche from competitors by radically innovating.	N/A
Growth stage	High debt ratio (>0.6)	More financing through retained earnings and more access to external financing sources because of trading history.	Medium debt ratio ($>0.4 < 0.6$)
Maturity stage	Low debt ratio (<0.4)	High profits through efficiently supplying a well-defined market and therefore mostly financed via retained earnings.	Medium debt ratio ($>0.4 < 0.6$)
Revival stage	Medium debt ratio ($>0.4 < 0.6$)	Slower growth and fiercer competition in the maturity stage caused lack of retained earnings and therefore more need of debt financing.	Medium debt ratio ($>0.4 < 0.6$)
Decline stages	High debt ratio (>0.6)	Due to diminishing returns, firms rely heavily on debt financing.	N/A

Fig. 13 Constructed capital life stage framework based on literature in relation to results of documentary research

5. Results of interviews

The researcher first asked the interviewees what their opinion was on the results found during documentary research. Their opinions are cited in the previous chapter, chapter four. Secondly, the interviewees mentioned other explanations that might affect the evolvement of the capital structure over a firm's life cycle. This is described in paragraph 5.1. Thirdly, the researcher asked how they think the capital structure would evolve in the life stages. This is described in paragraph 5.2. In paragraph 5.3 the framework is presented based on the opinions of the interviewees.

5.1 Sector, entrepreneurial character, and sensitivity of life stage classifications as explanatory factors

First of all, both interviewees argue that the development of capital structures over a life cycle depends on the sector in which the company is participating. *"I think that there are big differences in the types of industries."* The specialist in entrepreneurship gives an example by stating that: *"Start-ups in ICT, for example, need less investments than start-ups in high-tech, nano-tech, or bio-tech."* The banker argues: *"Some entrepreneurs just start the business and gradually they need working capital. That is most often the first thing that hurts. Then there is the stage that the entrepreneur needs to invest in a building, machines, etc. But there are also companies that are in the advanced technology sector. The first years they need to invest a lot of money."* Therefore, the type of sector might also be an indicator of the evolving capital structure.

Secondly, the evolvement of the capital structure might also depend on the type of entrepreneur in smaller companies or type of directors in larger companies in the different life stages. *"There are entrepreneurs who wants to reduce bank loans as fast as possible. Their debt ratio is really low since they finance almost everything with retained earnings. The little debt there is, is mostly in the form of trade credit. Additionally, there is the type of entrepreneur, mostly successful, that argues that a composition of equity and debt around 40% is fine and every per cent of equity above flows to the private account."* Therefore, the type of entrepreneur and, in the case of a large company, company culture might also be an indicator of the evolving capital structure.

Thirdly, since the life stages and debt ratios are highly volatile one could argue that the classification of life stages is not detailed enough. As the specialist in entrepreneurship argues: *"I can imagine that there is growth and growth 2, because these are differences as well. So, it depends on how sensitive the differences between the stages are."* It might be that companies that are just in the growth stage have high debt ratios and that the debt ratio declines as the company is longer in the growth stage.

5.2 Life stage description interviewee perspective

Starting with the birth stage, the companies that are really in the starting phase of their existence do not have a well-argued strategy. As the banker said: *"You have to imagine, those are almost always the Gyro Gearloose or the entrepreneurial types that start in the garage. In general, they have an idea where they might go. However, saying that they have*

a real strategy; no. It is more a feeling.” In addition, the specialist in entrepreneurship argued that in this starting period, it is about the development of a product or service that is reproducible and depending on the kind of business, it might be whether or not the entrepreneur needs to do large investments. In this stage the company is often financed “with own resources or venture capitalists or other private equity parties” argued the banker. The specialist in entrepreneurship argued the same with stating “financing the company in this stage depends highly on own resources, subsidies, and later on maybe other risk-bearing capital.”

Based on the above, the interviewees argue the following:

Birth stage	Low debt ratio	No external capital providers are willing to participate and therefore entrepreneurs depend highly on own resources, subsidies or other private equity parties.
--------------------	-----------------------	--

Fig. 14 Expected debt ratio in birth stage in opinion of interviewees

In the growth stage, companies are likely to be more focused on the development of markets and the development of channels nationally and/or internationally. In this stage more organisations are willing to participate, since companies have a proven cash flow. From the perspective of finance professionals it is more attractive to fund companies in this stage than in the birth stage. Even large private equity firms are willing to participate if companies are growing rapidly. *“We see that when companies have a growth strategy and a company develops rapidly plus there is a proven cash flow, more parties are willing to participate.”* These companies also need parties to participate, since they have to finance their activities increasingly. As the specialist in entrepreneurship argued: *“In that stage a high debt ratio might arise.”* The banker follows this logic by arguing: *“Bank financing becomes more common.... And it is an attractive stage for financiers to participate.”*

Based on the above, the interviewees argue the following:

Growth stage	High debt ratio	Entrepreneurs have access to more financing sources since they have a proven cash flow and there is a need for capital to fund products that are further developed and to fund market development activities.
---------------------	------------------------	--

Fig. 15 Expected debt ratio in growth stage in opinion of interviewees

In the maturity stage companies mainly focus on improving processes to produce products in a more efficient way. As the specialist in entrepreneurship said: *“Especially in the first stage a company focuses on product innovation. At a certain moment if the product satisfies customers’ needs, how can we then make the processes, to come to the products, more efficient?”* According to the banker, in this stage of maturity they mostly see a stabilisation in the composition of equity and debt. *“The entrepreneur starts to come into a stage of success and in this stage he wants to be the owner. It is the stage that an entrepreneur can take care of his own company. Private equity firms are bought out of the firm. Therefore the debt ratio might rise a single time.”* The debt ratio is likely to decline, since retained earnings are rising due to the larger trading history.

Based on the above, the interviewees argue the following:

Maturity stage	Medium debt ratio	Due to the larger trading history, retained earnings rise and therefore the debt ratio decreases in relation to the growth stage. However, it might be that the debt ratio rises at a certain moment due to the exit fee of private equity providers.
-----------------------	--------------------------	--

Fig. 16 Expected debt ratio in maturity stage in opinion of interviewees

In the revival stage the company has a renewed interest in innovation. It can be characterised as a new growth stage with new product / market combination with an *“investment flow in new developments, internally as well as externally.”* As the specialist in entrepreneurship argued: *“It can also be viewed as a strategic reorientation of the company.”* In this stage there is an increasing need of capital. The debt ratio will increase again in relation to the maturity stage. Although, as the banker argued: *“In smaller firms, a business angel or private equity company wants to participate.”* In that case the debt ratio might be stable in relation to the maturity stage. However, in this stage *“I suppose the debt ratio will rise.”*

Based on the above, the interviewees argue the following:

Revival stage	High debt ratio	The company needs new energy and is in a new growth curve. Therefore the company needs capital en this is mostly accessed via debt. However, it might be that business angels or
----------------------	------------------------	---

private equity firms participate in the case of the smaller firms.

Fig. 17 Expected debt ratio in revival stage in opinion of interviewees

In the decline stage several scenarios are possible. If this stage is translated into a minor decline of the company and possible sale of the company in the near future, than there is likely to be a low debt ratio. *“There is a limited willingness to invest and debts are or will be paid off.”* Returns decline, but this won’t lead to losses yet. Another scenario is that the company is in a rapid decline, because competitors and/or new technologies surpass the company. *“Operational losses are quickly increasing, the company needs a reorganisation for which extra costs are to be made and the equity position is under pressure.”* In this scenario the debt ratio increases rapidly. The company needs a new spirit and fresh money to finance the necessary investments. As the banker argued: *“For these investments more often a mix of equity (stabilising solvency) and debt (we go together). This might indicate a medium debt ratio.”* The specialist on entrepreneurship follows this logic by arguing: *“I can imagine that the debt ratio rises, since margins are smaller. Assuming that the company is not able to turn the decline around.”*

Based on the above the interviewees argue the following:

Decline stage	Low debt ratio	In case of a minor decline and possible sale of the company, debts are small or paid off.
----------------------	-----------------------	--

Fig. 18 Expected debt ratio in decline stage in opinion of interviewees scenario 1

Or:

Decline stage	Medium debt ratio	The company needs a new spirit and fresh money to finance the necessary investments. These investments are often financed via a mix of equity and debt.
----------------------	--------------------------	--

Fig. 19 Expected debt ratio in decline stage in opinion of interviewees scenario 2

Or:

Decline stage	High debt ratio	The company is in a rapid decline since it is surpassed by competitors and / or technology. Equity is under pressure and therefore debt increases.
----------------------	------------------------	---

Fig. 20 Expected debt ratio in decline stage in opinion of interviewees scenario 3

5.3 Overall framework in opinion of interviewees

All the above results in an overall framework based on the opinion of the interviewees.

Life stage	Debt ratio	Explanation
Birth stage	Low debt ratio (<0.4)	No external capital providers are willing to participate and therefore entrepreneurs depend highly on own resources, subsidies or other private equity parties.
Growth stage	High debt ratio (>0.6)	Entrepreneurs have access to more financing sources since they have a proven cash flow and there is a need for capital to fund products that are further developed and to fund market development activities.
Maturity stage	Medium debt ratio ($>0.4 < 0.6$)	Due to the larger trading history, retained earnings rise and therefore the debt ratio decreases in relation to the growth stage. However, it might be that the debt ratio rises at a certain moment due to the exit fee of private equity providers.
Revival stage	High debt ratio (>0.6)	The company needs new energy and is in a new growth curve. Therefore the company needs capital in this is mostly accessed via debt. However, it might be that business angels or private equity firms

		participate in the case of the smaller firms.
Decline stage	Low debt ratio (<0.4)	In case of a minor decline and possible sale of the company, debts are small or paid off.
Decline stage	Medium debt ratio ($>0.4<0.6$)	The company needs a new spirit and fresh money to finance the necessary investments. These investments are often financed via a mix of equity and debt.
Decline stage	High debt ratio (>0.6)	The company is in a rapid decline since it is surpassed by competitors and / or technology. Equity is under pressure and therefore debt increases.

Fig. 21 Capital life stage framework in the opinion of the interviewees

6. Conclusion

In this chapter an answer is provided to the research question. Besides, a critical note is written to the cash flow method of Dickinson (2005; 2011) to assign life stages to specific moments of time of a company.

By performing a literature review, documentary research on three multinationals, and semi-structured interviews with a specialist in entrepreneurship and a banker, the researcher wanted to answer the question “*How do the companies’ capital structures change over the corporate life stages?*” The answer on this question is surprising. The results of the literature review, documentary research and semi-structured interviews were not converging to one framework. The results were too different as visualised in figure twenty-two underneath.

Life stage	Literature	Documentary	Interviews
Birth	High debt ratio	NA	Low debt ratio
Growth	High debt ratio	Medium debt ratio	High debt ratio
Maturity	Low debt ratio	Medium debt ratio	Medium debt ratio
Revival	Medium debt ratio	Medium debt ratio	High debt ratio
Decline	High debt ratio	NA	Low, medium, high debt ratios

Figure 22 Comparison of results of literature review, documentary research and interviews

However, the results (especially of the interviews) indicate that the capital life stage theory is broader than only comparing capital structures and corporate life stages with each other. The capital life stage might also include variables like geographical environment of the company, type of sector the company is in, the corporate strategy, the size of the company, corporate culture (in the case of large companies), and type of entrepreneur(s) (in the case of small companies).

The initial idea was to perform documentary research on small companies. However, the cash flow method of Dickinson (2005; 2011) is not suitable for assigning life stages to specific moments of time of small companies, since small companies are not required by law to prepare cash flow statements. Besides, this method does not hold for analysing individual companies. Previous research in which this method is used analysed large amounts of data. This research used the method in three individual companies. The results are too volatile to find any pattern.

7. Discussion and limitations

The conclusion of this research is that the results of the literature review, documentary research and semi-structured interviews were too different to construct a framework in which the capital life stage theory is explained. In the first paragraph the results are discussed and suggestions for future research are presented to enhance the possibility of answering the research question. In the second paragraph the limitations of this research are described.

7.1 Discussion

According to the literature companies in the birth stage should have high debt ratios, because they have to defend themselves from heavy competing. In contrast, according to the interviews companies in the birth stage should have a low debt ratio since no external capital providers are willing to participate and therefore entrepreneurs depend highly on own resources, subsidies or other private equity parties. This difference might likely be the result of financing culture. The high debt ratios as supposed in literature are based on Robb and Robinson (2012). They used a sample of American start-ups while the interviewees had a Dutch perspective on start-ups. According to Hillier et al., (2013), there is quite a lot of variation in the debt ratios between countries in recent years. Therefore, I suggest studying the financing sources of Dutch start-ups to compare this with the financing sources of foreign start-ups.

According to the literature companies in the growth stage are expected to have high debt ratios due to more access to external financing sources, because of trading history. The interviewees follow the literature by arguing that companies in the growth stage have access to more financing sources since they have a proven cash flow and there is a need for capital to fund products that are further developed and to fund market development activities. These findings contradict the findings during documentary research in which it is found that medium debt ratios can be expected during the growth stage. However, the documentary research is based on annual reports of three multinationals. As the specialist in entrepreneurship argued: *"It is a fairly common result that Heineken for example is in growth, maturity, or revival."* What he meant is that how bigger the companies are getting, the more complicated it is to explain why we see what we see due to differentiated products and markets, underlying subsidiaries, and rejection of company departments. Therefore, in future research a deeper analysis is necessary to the underlying activities of large companies to explain why these companies are in growth stage and why we see debt ratios how they are.

In the literature it is argued that companies in the maturity stage have low debt ratios, since they have high profits through efficiently supplying a well-defined market and therefore mostly finance their activities via retained earnings. The interviewees agree by arguing that due to a larger trading history, retained earnings rise and therefore debt ratios decrease in relation to the growth stage. However, it might be that the debt ratio rises at a certain moment due to the exit fee of private equity providers. Therefore, they argue that these companies have medium debt ratios. The findings by documentary

research are in line with this. This suggests that at least multinationals might have medium debt ratios in the maturity stage. However, again with the remark that a deeper analysis is necessary to the underlying activities of large companies to explain why these companies are in maturity stage and why we see debt ratios how they are.

Based on literature companies in the maturity stage had slower growth and fiercer competition that caused a lack of retained earnings and therefore companies in the revival stage need more financing via debt. However, this would suggest that companies go from maturity to revival and based on documentary research and other evidence (i.e. Yan and Zhao, 2009) this is not the case in many companies. The interviewees suggest that in the revival stage companies need new energy and are in a new growth curve. Therefore the company needs capital in this is mostly accessed via debt. However, it might be that business angels or private equity firms participate in the case of the smaller firms. This indicates that the size of the company influences debt ratios in life stages. This supposition can be empirically tested in future research.

Based on literature companies in the decline stage have high debt ratios, because due to diminishing returns companies rely heavily on debt financing. In documentary research this stage is not identified which is most likely the result of using multinationals. The interviewees, especially the banker, presented a more realistic view. Companies in the decline stage have low debt ratios when in case of a minor decline and possible sale of the company, because debts are small or paid off. Companies in the declines stage might also have medium debt ratios since the companies need a new spirit and fresh money to finance the necessary investments. These investments are often financed via a mix of equity and debt. Finally, companies in the decline stage might have high debt ratios, since the companies are in rapid decline. They are surpassed by competitors and/or new technologies. Therefore, in future research again a deeper analysis is necessary to see the reasons behind a certain debt ratio.

There are not only suggestions for future research based on the results, but also based on the methods used. Since it is not possible to analyse small companies with the cash flow method of Dickinson (2005; 2011), future research should focus on developing a proxy for firm life cycle for small firms. It might be that the answer can be found in the field of strategy by performing a longitudinal study across multiple firms how their strategies change, as firms grow older. When one sees major differences between the strategies of a following year, it might indicate a different life stage.

7.2 Limitations

The research design of this study was mainly descriptive to provide a deeper understanding of the capital life stage theory. In doing so, the researcher wanted to intensively study the development of the capital structures of two small case companies as they went through different life stages. However, due to data constraints and methodological issues this was not possible. Therefore the researcher decided to collect data of three multinationals by which the intensity of examination decreased. He gained

access to nineteen years of data (1997 – 2015), due to data availability. With using multinationals to perform documentary research, the researcher unconsciously excluded the birth stage and decline stage. This withheld a thorough comparison between the results of the literature review, documentary research and interviews. Besides, the time frame in which the analyses took place (nineteen years) can be considered as limited. It could be that if a larger time frame was possible, that there were different results.

Another limitation is that the decision whether a certain debt ratio is considered to be low, medium, or high is arbitrary. In this case the debt ratio was considered to be low whenever it was under 40%. It was considered medium whenever it was between 40% and 60% and it was considered high whenever it was higher than 60%. However, this classification is arbitrary and based on the knowledge of the researcher.

A third limitation is that only two semi-structured interviews were performed to ask for opinions about the capital life stage theory. Although these interviews gave considerable insights and very interesting results, it is quite limited. It would have been more reliable whenever more interviewees were involved. However, due to time constraints this was not possible.

References

- Adizes, I. (1979). Organizational passages – Diagnosing and treating lifecycle problems of organisations. *Organizational Dynamics*, 8 (1), 3-25.
- Anthony, J. H., and K. Ramesh. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices. *Journal of Accounting & Economics* 15(2/3) 203-22.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- Bates, J. and Bell, M. (1973), Small manufacturing business in Northern Ireland. *Journal of the Statistical and Social Inquiry Society of Ireland*, 22 (5), 162–187.
- Berger, A., and Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 613-673.
- Bradley, M., Jarrell, G.A., and Kim, E.H. (1983). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Bryman, A., and Bell, E. (2011). *Business Research Methods*. Oxford: Oxford University Press.
- Davila, A., Foster, G., Gupta, M. (2000). Venture-Capital Financing and the Growth of Startup Firms. *Research paper*. Graduate school of business, Stanford University.
- DeAngelo, H., and Masulis, R.W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-27.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. M. Stulz. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2) 227-254.
- Dickinson, V. (2005). Firm Life Cycle and Future Profitability and Growth. *Working paper, June*. School of Business, University of Wisconsin.
- Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Drobetz, W., Halling, M., and Schröder, H. (2015). Corporate Life-Cycle Dynamics of Cash Holdings. *Swedish House of Finance Research Paper*, 15(7), 1-39.
- Fama, E. F., and K. R. French. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.

Fan, J.P.H., Titman, S., and Twite, G. (2010). An international comparison of capital structure and debt maturity choices. *Working paper, October*. National bureau of economic research, Cambridge.

Frielinghaus, A., Mostert, B., and Firer, C. (2005). Capital structure and the firm's life stage. *South African Journal of Business Management* 36(4) 9-18.

Frank, M. Z., and Goyal, V. K. (2007). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=567650> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.567650>

Harris, M., and Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355

Hasan, M.M., Hossain, M., Cheung, A., and Habib, A. (2015). Corporate life cycle and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 46-60.

Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., and Bradford, J. (2013). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education.

Huang, R., and Ritter, J.R. (2009). Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 237–271.

Huyghebaert, N., and Van de Gucht, L.M. (2007). The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-ups. *European Financial Management*, 13(1), 101-133.

Kim, B., and Suh, J. (2009). Financial life cycle and capital structure. *Working Paper, August*. Available at <http://www.finance.nsysu.edu.tw/SFM/17thSFM/program/FullPaper/056-1202481925.pdf>

Knights, D., and McCabe, D. (1997). 'How would you measure something like that?': Quality in a Retail Bank. *Journal of Management Studies*, 34(3), 371-388.

La Rocca, M., La Rocca, T., and Cariola, A. (2011, July). Capital Structure Decisions During a Firm's Life Cycle. *Small Business Economics*.

Leland, H.E. (1998). Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 53(4), 1213-1243.

Lester, D.L., Parnell, J.A., and Carraher, S. (2003). Organizational life cycle: a five-stage empirical scale. *International Journal of Organizational Analysis*, 11(4), 339-354.

- Levie, J., and Lichtenstein, B.B. (2010). A Terminal Assessment of Stages Theory: Introducing a Dynamic Stage Approach to Entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(2), 317-350.
- Luigi, P., and Sorin, V. (2009). A review of the capital structure theories. *Annals of Faculty of Economics*, 3(1), 315-320.
- Majluf, N.S., and Myers, S.C. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Mac an Bhaird, C., and Lucey, B.M. (2010). Determinants of Capital Structure in Irish SMEs. *Small Business Economics*, 35(3), 357-375.
- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S.C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Miller, D., and Friesen, P.H. (1984). A longitudinal study of corporate life cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183.
- Mintzberg, H. (1984). Power and Organization Life Cycles. *The Academy of Management Review*, 9(2), 207-224.
- Modigliani, F., and Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporate finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-296.
- Pinková, P., and Kamínková, P. (2012). Corporate life cycle as determinant of capital structure in companies of Czech automotive industry, *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 34(2), 255-259.
- Rappaport, A. (1981). Selecting strategies that create shareholder value. *Harvard Business Review* 59(3), 139-149.
- Richardson, P. R., and J. R. Gordon. (1980). Measuring total manufacturing performance. *Sloan Management Review* 21(2), 47-58.
- Robb, A.M., and Robinson, D.T. (2012). The Capital Structure Decisions of New Firms. *The Review of Financial Studies*, 1(1), 1-27.
- Robson, C. (2002). *Real world research*. Oxford: Blackwell Publishing.
- Saunders, M., Lewis, P., Thornhill, A. (2009). *Research methods for business students*. Essex: Pearson Education Limited.
- Scott, J. (1990). *A Matter of Record, Documentary Sources in Social Research*. Cambridge: Polity Press.

Steinmetz, L. L. (1969). Critical stages of small business growth. *Business Horizons*, 12 (1), 29–36.

Svedek, J. (2013). The Capital Structure of Czech Industrial Enterprises. *Recent Researches in Applied Economics and Management*, 1, 28-33.

Ullah, F., and Taylor, P. J. (2007) Are UK technology-based small firms still finance constrained? *International Entrepreneurship and Management Journal*, 3(2), 189-203.

Verhoeven, N. (2010). *Wat is onderzoek: praktijkboek methoden technieken voor het hoger onderwijs (3e dr.)* Amsterdam: Boom Academic.

Yan, Z & Zhao, Y. (2009, September). A New Methodology of Measuring Firm Life-Cycle Stages. *SSRN Electronic Journal*.

Appendix I – Interview guide

1. Algemeen:

- Zou u kunnen vertellen over uw achtergrond?

2. Bespreken resultaten:

Op basis van operationele-, investerings-, en financierings- cashflow heb ik drie multinationals ingedeeld in de birth stage, growth stage, maturity stage, revival stage of decline stage. Daarnaast heb ik de debt ratio's uitgerekend om de capital structures te meten.

Als we kijken naar de individuele resultaten per organisatie, dan zien we grote verschillen in de hoogte van de debt ratio's.

Philips NV		<u>Koninklijke Ten Cate</u>		Heineken NV	
Life stage	Debt ratio	Life stage	Debt ratio	Life stage	Debt ratio
G	51,49%	G	65,04%	G	35,16%
G	39,92%	G	60,10%	G	37,35%
G	61,97%	G	57,78%	G	44,00%
M	48,70%	G	63,46%	G	49,66%
M	49,34%	G	57,00%	G	51,67%
M	42,39%	G	58,16%	G	76,92%
M	56,34%	G	53,21%	G	64,41%
M	50,70%	M	54,89%	M	39,06%
M	52,03%	M	62,04%	M	42,14%
M	57,99%	M	68,31%	M	50,95%
M	61,57%	M	53,37%	M	61,84%
M	57,73%	M	53,76%	M	57,53%
M	61,31%	M	48,58%	M	54,15%
R	59,74%	M	51,09%	M	72,02%
R	55,39%	M	50,83%	M	50,83%
R	50,71%	M	45,47%	M	61,67%
R	50,38%	M	50,06%	M	62,80%
R	40,24%	M	45,09%	M	62,94%
R	53,23%	R	51,16%	M	60,04%

- Heeft u een idee wat dit zou kunnen verklaren?

Wat we daarnaast zien is dat de life stages niet lang lijken te duren en snel wisselen.

Year	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15
Life stage	R	M	M	M	G	M	R	R	R	G	R	M	M	R	M	M	M	M	G

Year	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15
Life stage	M	G	G	M	M	G	M	M	G	R	G	G	M	M	G	M	M	M	M

Year	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15
Life stage	G	G	M	G	M	G	G	M	M	M	M	G	M	M	M	G	M	M	M

- Wat is uw mening daarover?

3. Overige vragen:

Welke strategie volgen ondernemingen in de birth stage?

Hoe denkt u dat de verhoudingen van het eigen- en vreemd vermogen zich ontwikkelen tijdens deze fase?

Wat is de voornaamste financieringsvorm in deze fase?

Welke strategie volgen ondernemingen in de growth stage?

Hoe denkt u dat de verhoudingen van het eigen- en vreemd vermogen zich ontwikkelen tijdens deze fase?

Wat is de voornaamste financieringsvorm in deze fase?

Welke strategie volgen ondernemingen in de maturity stage?

Hoe denkt u dat de verhoudingen van het eigen- en vreemd vermogen zich ontwikkelen tijdens deze fase?

Wat is de voornaamste financieringsvorm in deze fase?

Welke strategie volgen ondernemingen in de revival stage?

Hoe denkt u dat de verhoudingen van het eigen- en vreemd vermogen zich ontwikkelen tijdens deze fase?

Wat is de voornaamste financieringsvorm in deze fase?

Welke strategie volgen ondernemingen in de decline stage?

Hoe denkt u dat de verhoudingen van het eigen- en vreemd vermogen zich ontwikkelen tijdens deze fase?

Wat is de voornaamste financieringsvorm in deze fase?

Appendix 2 – Transcripts of interviews

Specialist in entrepreneurship

Interviewer	Interviewee
Ik denk dat het makkelijk is dat ik eerst even wat meer uitleg geef over mijn onderzoek om het allemaal in perspectief te plaatsen. Ehm, ik doe mijn onderzoek naar de capital life stage theory en die veronderstelt eigenlijk dat er een bepaalde relatie is tussen de vermogensstructuur van ondernemingen en de levensfase waarin zij zitten. Heb je er wel eens van gehoord?	Nee
Het is ook een relatief nieuw onderwerp binnen de capital structure theory, vandaar eigenlijk dat ik een heel beschrijvend onderzoek doe, van nouja wat is het nu eigenlijk en wat zien we nu eigenlijk gebeuren met de debt ratio als ondernemingen door verschillende levensfasen heen gaan. Een nog interessantere vraag waarmee ik hoop dat jij me verder kan helpen is waarom zien we dat nou? Heeft dat te maken met bepaalde strategieën die ondernemingen volgen, in een bepaalde levensfase en kan dat misschien verklaren dat we in de growth stage andere debt ratios zien dan bijvoorbeeld in een maturity stage. Dat probeer ik eigenlijk in kaart te brengen. Er is wel wat onderzoek naar gedaan, maar die hebben puur gefocust op in deze stages zien we dat, maar niet naar waarom zien we dat nou. Dus wat zou dat kunnen verklaren.	Oke
Nou door middel van nu een onderzoek met jou en morgen een interview met een directeur van de Rabobank, probeer ik dat enigszins te beschrijven wat het zou kunnen zijn. Dus dat is eigenlijk de context waarin je het kan zien.	Oke, en dan hoop jij dat ik een bijdrage kan leveren.
Ja goed, dat hoop ik. Dat gaan we zien. Nouja je ziet de vraag ook al staan. Zou je kunnen vertellen wat jij hier bij de UT doet en wat je misschien daarvoor hebt gedaan?	Mijn achtergrond, is nou, ik werk bij de UT parttime als docent ondernemerschap. Ik heb een bedrijfskundige en financiële achtergrond, maar dat is al heel lang geleden. Want eigenlijk beweeg ik mij hier op de UT op het gebied van marketing. En dan met name marketing van High-tech. Dus dat in combinatie met het feit dat ik

	een aantal jaar geleden ook betrokken ben geweest met een aantal collega's hier bij de TOP-regeling. Dat betekent ook dat ik met name hier ook veel in die start fase heb gezeten, die zie ik hier trouwens nauwelijks bij zitten. Dit zijn natuurlijk multinationals dus die zitten er niet bij, maar dat dus. Eigenlijk heel algemeen. Ik ben niet een financieel specialist, maar dan kan ik er misschien wel iets over zeggen. Maar dan zijn het mijn eigen ideeën, niet dat het gesteld wordt door bewijs.
Nee nouja prima. Kijk het doel van het interview is om even lekker te brainstormen van goh wat zou het kunnen zijn en niet zozeer dat ik op zoek ben naar keihard bewijs, want dan had ik veel meer interviews moeten doen en ten eerste al veel meer organisaties in mijn sample moeten hebben.	Nouja het kan toch een eerste stap zijn. Wat dat betreft is het wel jammer dat dit niet je Bachelor is, want dan had je daar in je master..
Weer op voort kunnen borduren. Nee dat is zo. Ik heb een aantal, nouja je ziet het, Philips, Koninklijke Ten Cate en Heineken over negentien jaar gekeken naar wat zien we nu gebeuren aan de hand van een bepaalde methode, heb ik ze kunnen indelen in nouja de verschillende levensfase. Je ziet inderdaad, de birth stage, die fase wat jij eigenlijk al zegt, en decline die komen niet voor. Dat had ik op voorhand al wel verwacht, dat is logisch omdat je kijkt naar multinationals.	Waarom is dat trouwens?
Hoe bedoel je?	Waarom kijk je naar multinationals?
Nou, ik had eerst het idee om te kijken naar kleinere ondernemingen en misschien wel het MKB, alleen de beschikbaarheid van kasstroom overzichten gespecialiseerd naar operational, investing, en financing cashflow is ontzettend moeilijk daar te verkrijgen. Laat staan dat je uberhaupt al aan jaarverslagen kan komen.	Aan de andere kant, je hebt er maar drie nodig he.
Ja dat is zo. Ik heb het ook geprobeerd om binnen de database van de UT, Orbis is dat, met veel financiële gegevens van praktisch alle ondernemingen in Nederland, maar dat bleek gewoon niet voldoende te zijn. En toen dacht ik van ja, ik kan heel lang	Ja, oke.

zoeken naar andere methoden, maar deze methode van classificeren is gewoon heel objectief. Dus dan denk ik; ik pak multinationals en ik zie wat er uit komt, en daar ga ik mee aan de gang.	
Dus vandaar. Dan kan je vragen, waarom negentien jaar. Dat heeft ook met de beschikbaarheid van de jaarverslagen te maken.	Oke.
Nou je ziet daar inderdaad die drie tabelletjes staan. Als we daar naar kijken naar die individuele resultaten per organisatie, zien we allereerst al heel veel verschillen in de hoogte van de debt ratios. Voordat ik het vraag, die life stages hier staat het op een volgorde van G, naar M, naar R, dat kan je ook zien op de volgende pagina, wisselt elkaar heel erg af.	Wat is het verschil tussen maturity, revival en groei dan?
Nouja in groei zijn ondernemingen, die ervaren enorme groei qua omzet, maar ook qua innovatie en dat soort dingen. Terwijl in maturity dat soort dingen een beetje stagneert. Ondernemingen zitten in een stabielere markt en focussen zich meer op een efficiëntere bedrijfsvoering.	Nee dat begrijp ik wel. Ik begrijp dat er verschillen zijn. Maar de uitdaging zit hem in het feit, dat waar leg je de grens? Wat is het verschil tussen revival en maturity? Cijfermatig.
Cijfermatig is dat in de groeifase ondernemingen een positieve operationale kasstroom hebben, een negatieve investeringskasstroom en een positieve financieringskasstroom. Op basis van dat plus en minnetjes verhaal heb ik ze ingedeeld in die stages. Dat was die methode waar ik het over had. Dus dat zijn de grenzen.	Oke.
Ehm, vanuit jouw ervaring, kennis etc. Heb je enige idee wat het zou kunnen verklaren dat het ene jaar lage debt ratio zien, en laag definieer ik dan als onder de 40%. En in andere jaren, middelmatig (tussen de 40 en 60%) of hoog (boven de 60%). Is dat iets wat je eerder hebt gezien, of ehm.	Nouja, dan moet ik zeggen. Ik hou me niet zo met die multinationals bezig. Maar er zou natuurlijk verschil zijn in debt ratio op het moment dat je natuurlijk je activiteiten moet financieren en je hebt dus financiering nodig. Zoals je eigenlijk volgens mij ook al in je mail aangeeft, het is ook het aantrekken van externe financiering is ook een beetje het hebben van interne financiering he. Dat heeft met die retained earnings te maken. Dit is natuurlijk wel, even kijken, want je hebt ook een periode waar economische recessie in zit.
Ja.	Dus ik zou me kunnen voorstellen dat de

	activiteiten althans de mogelijkheden heel erg afhankelijk zijn van de interne financieringscapaciteit. Dus op basis daarvan zou ik me kunnen voorstellen dat die verschillen aanwezig zijn. Maar goed, dat zou ook met strategie te maken kunnen hebben. Daar komen we straks volgens mij nog over te spreken.
Klopt inderdaad.	En wellicht ook met bijvoorbeeld zaken als uitbetaling van dividenden. Dat staat hier op zich niet expliciet genoemd, maar ik zou me kunnen voorstellen dat ook uitbetaling van dividenden een belangrijke impact heeft op die debt ratio uiteindelijk. En ja, met name publieke organisaties die hebben af en toe het nodig om dividenden uit te betalen, want dat is een van de vergoedingen voor investeerders, los natuurlijk van de verkoop van aandelen. Dus dat zou misschien, ik bedoel, ik kan me voorstellen dat er redenen voor zijn dat die verschillen er zijn.
Ja, nouja dat verwacht ik ook wel. Maar de verschillen zijn ook behoorlijk aanzienlijk. Laat ik er eens even eentje uitpakken. Als we kijken naar Heineken dan zien we bij de eerste staan een debt ratio van 35% en iets verder zien we een debt ratio staan van bijna 77%. Dus dat zijn wel echt aanzienlijke verschillen, terwijl je eigenlijk zou zeggen van, ehm, probeer het wat stabiel te houden, daar zijn ook genoeg redenen voor te bedenken. Vandaar was het eigenlijk mijn vraag, van ja goh. Dat er verschillen zijn, oke. Maar zo groot, how, dat is wel even een dingetje.	Dat ligt er natuurlijk aan we ze in de tussentijd gedaan hebben, want ze zaten, je deelt althans Heineken in die periode in in de groei. En ik zou me ook nog kunnen voorstellen dat er groei en groei 2 is.
Ja, inderdaad.	Daar zitten natuurlijk ook verschillen in, dus het ligt er ook aan hoe gevoelig dat verschil is. En dan zou je eigenlijk de strategieën er naast moeten leggen. Ik zou me kunnen voorstellen dat als dit inderdaad een groeifase is en je gaat tot 80%, daarna valt hij weer iets terug naar 64%, dat dat ook heel erg te maken heeft met allerlei expansieplannen. Nogmaals ik weet niet van Heineken in die tussentijd gedaan heeft, maar ik zou me wel kunnen voorstellen dat op basis daarvan financiering nodig was. Dat is een beetje

	kip en het ei verhaal. Als het wat minder gaat, wat doen we dan? Continu as usual of gaan we juist investeren?
Ja.	Om zeg maar nieuwe markten, nieuwe afzetmarkten te realiseren en daarvoor inderdaad financiering aan te trekken. Meestal gaan de kosten voor de baten uit.
Ja.	Dus misschien is dat één van de onderliggende redenen.
Maar voornaamste reden, wat ik eigenlijk een beetje proef tussen de regels door is. Belangrijkste voorspeller is misschien wel de strategie die de ondernemer heeft en aan de hand daarvan..	Nou die debt ratio is niet de bepaler van de strategie. Die strategie is de bepaler van de debt ratio, althans als de strategie uitkomt. Dus de uiteindelijke debt ratio die opgenomen is in de cijfers, althans die je uit de cijfers kan halen, is een gevolg van eerdere keuzes. En dus zou je moeten proberen te achterhalen wat die eerdere keuzes zijn om daar op een of andere manier parallellen in te kunnen aangeven, denk ik. Want je weet namelijk ook niet of dit een geplande debt ratio was, of was dit gewoon een uitkomst?
Nouja, dit is in eerste instantie gewoon een uitkomst. Dan zou je dus inderdaad verder terug moeten kijken en misschien wel interviews houden met dezen en genen bij de organisatie, van wat was destijds jullie voorspelling en jullie gedachte?	Ja.
Ja, nee inderdaad. Nou wat we daarnaast zien als je het blaadje omdraait. Hier staan ze wel op volgorde per jaren. Die levensfasen verschillen enorm. Terwijl je eigenlijk misschien wel zou verwachten dat een organisatie een strategie kiest, ziet kansen en kiest een bepaalde groei strategie en strategie is van nature toch een lange termijn iets. Terwijl we hier zien van heej het wisselt elkaar wel heel snel af. Wat zijn je gedachten daarover als ik dat zo bij je neerleg?	Nou het zou kunnen zijn, want uiteindelijk veeg je dat op een hoop en op basis van specifieke kengetallen geef je aan dat bijvoorbeeld Heineken of Philips in de maturity of groei of in de revival stage is. Maar die uitkomst is een optelsom van zeg maar onderliggende activiteiten en ik zou met kunnen voorstellen dat het heel erg afhankelijk is van onderliggende dochters of onderliggende markten. En de vraag is natuurlijk wel, wat zegt dat dat Heineken in growth of maturity of revival is. Het is een redelijk algemeen gegeven, ook al gezien de verschillen, zelfs in de fasen zelf, of dat wel secuur genoeg is, of nauwkeurig genoeg is.
Of dat je nog even een slag verdieping aan zou moeten brengen.	Dat zou ik me kunnen voorstellen. Nogmaals, je praat ook over multinationals. Dus is de uitkomst resultante van een aantal onderliggende

	factoren. En de vraag is of dit voldoende voorspellende vermogens oplevert om daar daadwerkelijk iets zinnigs mee te kunnen doen.
Ja inderdaad.	Los van het feit dat je natuurlijk de uitdaging hebt, kun je Heineken met Philips vergelijken?
Inderdaad, maar dat was ook niet het doel. Ik heb bewust ondernemingen gekozen die niet in dezelfde markt zitten. Het zijn weliswaar multinationals, dat hebben ze gemeen, ze komen ook allemaal van Nederlands grondgebied om het maar even zo te zeggen, maar juist om te kijken naar verschillende ondernemingen, kunnen we dan iets, misschien, ergens wat zeggen.	Oke.
Dus ja, ik had net zo goed een Shell kunnen nemen.	Ja goed, het gaat met niet zozeer om de drie die je gekozen hebt. Maar als je kijkt naar die eerste drie jaar, die groeifase. Je begint met 35% en uiteindelijk eindig je daar bijna op 77%. Ja dat zijn dermate grote verschillen in een en dezelfde fase, de vraag is in hoeverre zegt dat dus iets.
Ja inderdaad. Maar is natuurlijk een vind ik een zelf leuk resultaat om daar verder over te discussiëren in andere onderzoeken of weet ik veel wat. Maar inderdaad, wat je ook aangaf ik heb daar zelf ook al aangedacht om misschien nog een verdiepingsslag in te maken of het als zodoende bevinding te noteren en als aanbeveling voor toekomstig onderzoek mee te nemen. Want ja nogmaals, het is een relatief nieuw concept. Weinig over gedaan, dus ja..	Dat wordt de volgende afstudeerder van Henk, wellicht.
Misschien wel ja. En dan nu eigenlijk het derde puntje, de overige vragen, waarin we proberen om de resultaten die we net hebben besproken, wat los te laten. En gewoon uit eigen gedachtegoed daar eens over na te denken. Ehm, nou je bent betrokken bij start-ups dus ik denk dat dit een beetje wat in je straatje ligt dan.	Ja de birth stage helaas, komt niet bij multinationals uit.
Nee, maar goed we kunnen het natuurlijk wel meenemen. Mijn uiteindelijke doel is om een framework te ontwikkelen, van nouja dit heb ik gezien. In deze stage kunnen we een debt ratio verwachten van	Welke strategie volgen bedrijven in de birth stage?

die tot die range en dat zou een mogelijke reden kunnen zijn.	
Ja.	Nou als je met name naar high-tech kijkt, dat hangt ook een beetje van de specifieke branche af. Dan zie je natuurlijk dat daar relatief weinig eigen vermogen is. Of het eigen vermogen is tacit, dus dat is meestal kennis, af en toe octrooien, veelvuldig zijn banken ook niet heel erg bereid om daar op te financieren, omdat dat ongrijpbaar is. Maar je ziet natuurlijk wel dat met name de financiering in die fase heel erg afhankelijk is van inbreng van eigen middelen, over het algemeen wat beperkt, veelal subsidies, en ook op enig moment wellicht ander risicodragend vermogensverschaffers. En dat biedt dan voldoende basis om ook bancaire financiering aan te trekken.
Omdat het grootste risico is afgedekt middels..	Ja, nogmaals. Het is hoog risicovol, want het zijn allemaal starters. Op zich zijn dat tech-ondernemers en dat hoeven niet per definitie ondernemers te zijn, althans die moeten ook leren. Maar daar zie je inderdaad de verhouding eigen vermogen, vreemd vermogen dat het eigen vermogen relatief klein is en dat men op basis van potentie additioneel eigen vermogen probeert aan te trekken, via angels of venture capitalist en dat geeft dan voldoende basis over het algemeen om bancaire vermogen aan te trekken althans financiering. Op basis daarvan zullen ook de ratio's verschillen. En uiteindelijk gaat het in die eerste fase natuurlijk om het opleveren van een product of dienst die reproduceerbaar is en afhankelijk van de business zou dat kunnen betekenen dat daar ook heel veel investeringen nodig zijn. En in de ICT heb je over het algemeen wat minder nodig dan in de nano-tech of bio-tech of noem maar op.
Ja, dat kan je inderdaad voorstellen dat daar de investeringen vrij hoog zijn.	Ja, en de vraag is dan of je een algemene uitspraak kan doen over je geboorte fase want ik denk dat er ook grote verschillen zijn in industrieën.
Ja, dat zou inderdaad zo kunnen zijn. Een andere vraag die ik mezelf heb gesteld en ook wel terug zie komen als ik gewoon het	Nouja, die is natuurlijk arbitrair. Starters, wat is het, 3 jaar of 5 jaar? Maar dat is hetzelfde als wat is MKB, Nederlands MKB

internet is op ga. In hoeverre kunnen we überhaupt spreken van een geboortefase, want op het moment dat je bijvoorbeeld inschrijft bij de KVK kan je er vanuit gaan dat of het idee wordt verworpen, schijnt niet haalbaar te zijn, of je gaat direct groeien. En zou je kunnen zeggen wat is dan het moment van de geboortefase. Heeft die fase ansich bestaansrecht.	is onder de 250 en in Europa is MKB onder de 500. Uiteindelijk wordt dat gebruikt om het handzaam te kunnen maken en om het in te delen. De vraag is wat het inderdaad zegt. En de vraag is ook wat je bedoelt met birth stage. Want als een idee wordt verworpen, als het niet haalbaar is, dat kan. Maar binnen welke termijn is het niet haalbaar. Of je gaat groeien, maar ook daar heb je weer voldoende mogelijkheden. Er zijn bedrijven die jaren aanmodderen, en dat is volgens mij ook een van de uitdagingen van een aantal starters hier die relatief klein blijven. En op het gegeven moment overgaan naar het verlenen van consultancy diensten. En dat gaat natuurlijk weer ten laste van productontwikkeling, maar goed. Die mannen en vrouwen die kunnen zich zeg maar prima bedruipen, maar de potentie qua versnelling die zit er dan niet in of die wordt er niet uitgehaald. Ja, wat zegt dat?
Ja. Ja, nouja goed. Misschien zegt het niks, maar het is een constatering, het gebeurt schijnbaar.	Het gebeurt. Sterker nog, daar staat het Twentse startersecosysteem om bekend. Dat we relatief veel starters hebben, maar wel klein blijven. De vraag is dan, waar komt dat door? Heeft dat met ambitie te maken? Heeft dat te maken met het benutten van opportuniteiten? Heeft dat te maken met netwerken? Heeft dat te maken met toegang tot financiering? Of wellicht een combinatie?
Ja, dat zou overigens een interessant onderzoek zijn.	Volgens mij lopen er al een aantal dingen, althans daar zijn volgens mij al een aantal mensen mee bezig. Er loopt nu iets, maar dat is misschien aan jou aanpalend, dat is een jongen die net afgestudeerd is, half mei. Dat ging over succesfactoren van business en science parken. En een van de onderwerpen daar is toegang tot financiering. Access to finance in goed twents. Dus dat zou kunnen dat dat een rol speelt.
Weet je toevallig wat daar de uitkomst van was?	Nee, maar ik kan het je zo mailen want ik heb hem hier volgens mij op de desktop staan.
	Doe ik je zo even als we klaar zijn.
Oke, dus met name gericht op het maken van een reproduceerbaar product..	Ja in ieder geval het verwerven van een interne positie. En daarmee bedoel ik dat

	je een soort legitiem aanbod kunt ontwikkelen.
Waarbij dus in eerste instantie eigen vermogen redelijk beperkt is, en er hier en daar beroep wordt gedaan op angels, venture capitalists en vervolgens dat banken..	Ja, nogmaals dat is een algemene uitspraak. Dat zou heel erg verschillen. Op het moment dat je wel in staat bent om bancaire financiering aan te trekken, zonder dat je op zoek hoeft/moet naar additioneel risicodragend vermogen, oke.
Ja, waarom zou je het niet doen? Het is goedkoper.	Bancaire financiering is goedkoper. Waarom is dat zo?
Eh, omdat eigen vermogen verschaffers in dit geval angels, business capitalists, meer risico dragen in geval van faillissement, dus vandaar. Ze vereisen meer rendement.	Juist, daar zit een risicopremie in.
Ja. Ehm, laten we verder gaan met de growth stage. Ja, waar ligt die lijn dan. Dat is een..	Kwestie van kiezen.
Inderdaad. Maar als we een sec kijken naar die growth stage, welke strategie volgen ondernemingen daar in denk je?	Ja, er zullen verschillende strategieën zijn, maar ik denk dat die het meest voor de hand ligt, althans ik denk dat dat het meest wordt gezegd, is dat bedrijven proberen van wat meer intern gericht, productontwikkeling, nu wat meer extern gericht gaan. Dus meer aandacht aan markten en marktontwikkeling. En daar natuurlijk ook financiering voor nodig hebben. Ontwikkelen van kanalen. Dat kan nationaal en internationaal zijn. Hier zijn we dat het nu vrij snel global business is, dus daar moet in geïnvesteerd worden. En dan is wel de vraag, dat hangt natuurlijk een beetje af van het vertrekpunt. Hoe die ratio zich gaan ontwikkelen. Ehm, over het algemeen verwacht je natuurlijk wel dat daar behoorlijk gefinancierd moet worden en dat daar dus wel een hoge debt ratio gaat ontstaan. Er vanuitgaande dat de kosten voor de baten uitgaan en dat er eerst geïnvesteerd moet worden in het ontwikkelen van die markten en later pas de rendementen worden gegenereerd. Dus de klanten dus later pas cash in brengen. Maar nogmaals dat zou heel erg afhankelijk zijn van de specifieke industrie. Maar zelfs op het moment dat je externe financiering hebt aangetrokken, als in bijvoorbeeld, venture capital, dat wordt meestal aangetrokken deels voor productontwikkeling, maar natuurlijk ook

	voor een belangrijk deel marktontwikkeling. Dus ik neem aan dat dat consequenties heeft voor de toename van de debt ratio.
Ja, dat lijkt mij ook inderdaad.	Ga ik vanuit. Maar nogmaals, als je naar een multinational kijkt, dat is een resultaat he. Ik denk dat het bij spin offs, bij start ups wat makkelijker is om dat een op een zo te verklaren, dat daar.. Kijk ze hebben maar een product en vooralsnog hebben ze maar een markt en daardoor is het wat makkelijker te identificeren. Dat wordt natuurlijk een uitdaging als ze meerdere markten en meerdere producten krijgen. Meerdere landen, noem maar op.
Nouja goed, die ontwikkeling zul je wel verwachten als een onderneming in een growth stage zit. Meerdere producten die ontwikkeld worden, die uitgezet worden op verschillende markten.	De vraag overigens is, wat is groei he. Is dat personeel, is dat omzet, is dat winst, ja.
Ook daar zijn daar in de literatuur verschillende meningen en uitkomsten over, voornaamste wat je ziet is omvang van de onderneming en omzet. Dat zijn voornaamste proxy's noem ik maar even, die groei voorspellen.	Oke.
En daarnaast ook, nouja goed ik heb de methode zelf gebruikt, de kasstromen van ondernemingen.	Oke.
Ook daar uiteraard weer ruimte voor discussie. Ehm, ja Welke strategie volgen ondernemingen in de maturity stage, over het algemeen he. Er zijn natuurlijk ontzettend veel strategieën. Wat ik al eerder aangaf, ondernemingen in de maturity stage onderscheiden zich van groei of andere levensfasen omdat zij zich wat meer richten op een efficiëntere bedrijfsvoering en over het algemeen hebben ze producten al op markten uitgezet. Markten zijn bekend, staan vast. Uiteraard verschillen wel, maar zijn bekend. Daardoor kunnen ze zich richten op een efficiëntere bedrijfsvoering. Zou je daar iets over kunnen zeggen?	Ja ik denk dat je gelijk hebt. Met name de eerste fase een bedrijf zich richt op een product. Productinnovatie. En op enig moment als het product blijkt te voldoen aan een bepaalde behoefte, als daar voldoende afzet voor is, dat betekent toch dat men daar klanten voor kan vinden. Uiteindelijk zal dat product redelijk aangepast zijn aan klantwensen en dan is het de vraag van oke, hoe kunnen we dan de processen om tot die producten te komen dan efficiënter maken. En dat zal ook consequenties hebben op die debt ratio. Alleen ik ga er dan vanuit dat de investering in het aanpassen van die processen, dat dat minder geld kost, dan uiteindelijk de uitkomsten zijn in besparingen. Ik kan me trouwens ook voorstellen, want het verschil tussen maturity en revival, bij revival denk je aan:

	oke er worden nieuwe innovaties ontwikkeld, maar dat staat nooit op zichzelf. Ik zou me ook kunnen voorstellen bij met name multinationals, dat maturity stage deels zou kunnen betekenen dat bestaande producten nog steeds worden vermarkt, dat dat zo slim en efficient mogelijk gebeurt. Maar dat er tegelijkertijd ook wordt geïnvesteerd in nieuwe productontwikkeling. En ik denk dat met name bij die multinationals dat met name die individuele effecten van die ontwikkelingen boven water te halen. Het zijn allemaal cumulatieve cijfers en dat is bij kleinere bedrijven makkelijker denk ik.
Ja, die ontwikkeling precies ook wat je zegt, er zijn meerdere dingen mogelijk. Dat zie je in principe ook wel terug in de methode ansich, waarmee ik die life stages heb toegewezen. Je ziet ook dat binnen de maturity stage zijn er eigenlijk drie mogelijkheden qua plussen en minnetjes zeg maar, enerzijds is er een keer een mogelijkheid met een positieve operationele kasstroom, een keer met een negatieve, nog een keer positief. Inderdaad. Dat geeft eigenlijk al aan dat er heel veel verschillende dingen kunnen gebeuren in die maturity stage. Met name omdat dat dus al redelijk vaststaat, je hebt al een vaste markt waar je continu producten kan afzetten en daarmee cash flows kan genereren. En mijn mening zelf over de verhouding van het vreemd- en eigen vermogen is omdat dus die ondernemingen een handelshistorie hebben om het maar even zo te noemen, hebben ze retained earnings opgebouwd en zal dat, lijkt mij de voornaamste keuze zijn om daaruit te financieren. Ik denk dat dat de wat lagere debt ratios kunnen verklaren in die fase. Ik weet niet hoe jij daar tegen aan kijkt?	Dat zou kunnen. Ik zou me ook kunnen voorstellen dat, maar goed dat heeft inderdaad ook met dividend te maken, kijk als men het idee heeft dat terugbetaling van middelen dat dat slimmer is dan. Dat hangt ook een beetje af van wat aandeelhouders willen he. Want je praat nu inderdaad over beursgenoteerde bedrijven. Als men het idee heeft dat er teveel excess cash is dat aandeelhouders dat in principe terug willen. Dat hangt dus ook af welke mogelijkheden er in die markt zitten. Aan de andere kant, je praat over drie, koninklijke ten cate zou misschien kunnen, philips heeft zich ook omgeturnd van de lampen, die zit nu ook in die medische technologie. Heinken is natuurlijk. Ja die hebben wellicht wat andere merken overgenomen, maar het is nog steeds bier en fris. Ik denk ook als je qua innovatie kijkt dat er grote verschillen zijn. Misschien heeft dat ook wel effect trouwens. Wat dat betreft vind ik food market of in ieder geval dranken, wel redelijk voorstelbaar.
Ja, is wat stabielere dan andere markten misschien.	Je weet dus ook niet in hoeverre high tech ontwikkelingen invloed hebben op die debt ratios.
Ja, die proef je een beetje terug inderdaad. De specifieke sectoren hebben natuurlijk ook een behoorlijke vinger in de pap om	En ik zou me kunnen voorstellen als inderdaad een maturity fase is en er zijn voldoende middelen, dat dan wellicht ook

het maar even zo te noemen. Die kunnen natuurlijk een grote invloed hebben op debt ratios.	meer aandacht wordt besteed aan het aankopen van andere partijen. Je ziet met name in die biermarkten veel consolidaties. Er gaan volgens mij twee hele grote partijen ontstaan.
Ja daar wordt ontzettend veel in bewogen op het moment inderdaad. Ja, ja dat is ook nog een goede mogelijkheid. Dan komen we eigenlijk automatisch in de revival stage. Mijn mening zelf is dat maturity en revival stage vrij veel met elkaar samenhangen, maar dat gaf jij eigenlijk ook al aan. Revival stage is in mijn ogen een stage waarin er een opleving komt van een onderneming. Dat je misschien wel diversificatie strategieën gaat toepassen.	Nouja, dat zou dus kunnen. Even los van volstrekt andere producten, kijk naar Heineken ook het aankopen van andere merken. Ik heb nooit geweten dat Heineken eigenaar was van Brand, maar volgens mij is Heineken eigenaar van Brand en nog een paar geloof ik. Dus ja. Revival, dat zou ik inderdaad hernieuwde interesse in innovatie kunnen zijn. Maar bij die redelijk stabiele bedrijven, althans in de food zie ik niet hele spannende innovaties oppoppen. Ik kan me wel voorstellen dat voor de Ten Cates en de Philipsen van deze wereld geldt en misschien wel iets meer voor Ten Cate dan voor Philips, dat daar inderdaad aandacht is voor nieuwe ontwikkelingen. Maar dat hangt ook weer af van het aandeel van zeg maar investeringen die in nieuwe ontwikkelingen worden gestoken ten op zicht van de middelen die worden gestopt in business is usual. Dat heeft natuurlijk ook weer een enorme impact op al dan niet uitkomst, zitten we in maturity of in revival. Dus ook daar geldt weer, van wat is nou de definitie van maturity en revival. En hoe zou dan de verhouding van het eigen- en vreemd vermogen gaan ontwikkelen? Nou ik neem aan dat je daar dus eigenlijk weer een soort van nieuwe investeringsgolf krijg in nieuwe ontwikkelingen, hetzij intern hetzij extern. Dus ik neem aan dat dan de debt ratio weer gaat toenemen.
Ja.	Of misschien toch, voordat dat gebeurt dat die partijen weer voldoende kapitaal gaan aantrekken. Dat de debt ratio afneemt, omdat ze de strategie hebben gekozen om op termijn extra te gaan investeren.
Ja, dus nieuwe aandelen uitgeven in die trant zat je.	Ja, bijvoorbeeld. Of inderdaad misschien wel onderdelen afstoten. Zo'n strategische heroriëntatie. Dat zien we met name bij Philips dat die behoorlijk wat activiteiten aan het afstoten is en zich toch wat meer

	gaat focussen op die MedTech.
Ja.	Geeft jou dat voldoende?
Dit geeft mij..	Niet onderbouwd door bewijs maar..
Het is ook een beschrijvend onderzoek, van beschrijf nou eens wat je ziet dat er gebeurt en ga eens lekker brainstormen. Dat was mijn idee, met mensen die er verstand van hebben.	En dan ga je er vanuit dat ik er verstand van heb?
Nouja, ja.	Goede houding.
Ja toch.	Ja.
Ja goed het enige wat we nog niet hebben besproken is de decline stage. Maar de decline stage is voor mij een fase waarin markten verzadigd zijn. De onderneming was niet meer in staat om aan de vraag van misschien wel nieuwe producten te voldoen, misschien wel niet meer kunnen innoveren en daarom niet meer mee kunnen en uiteindelijk de stekker eruit moeten trekken of ehm..	Ja, nu heb je wel de uitdaging dat je drie bedrijven hebt gekozen die niet in die, zowel birth als decline stage zitten.
Nee klopt, maar vandaar ook dat ik deze vragen apart heb gesteld van de resultaten die we hier zien. Maar puur vanuit jouw ervaring en kennis, wat zouden we wellicht kunnen gaan zien?	Nouja als je echt over decline praat, dan kan ik me voorstellen dat de debt ratio toeneemt, omdat op een of andere manier de marges op bestaande producten afnemen. Ervanuitgaande dat dat bedrijf of die bedrijven niet in staat zijn om zich opnieuw uit te vinden, zich te richten op nieuwe producten en op diensten. De kans dat de deur dicht getrokken wordt lijkt me relatief klein, alhoewel dat in het MKB wel eens gebeurt en met name het klein bedrijf. De ondernemer trekt gewoon de deur achter zich dicht. Doodzonde, want dat is natuurlijk jammer van de investeringen. Ik ken ondernemers die hebben de deur achter zich dicht getrokken. Daar werken geen honderd mensen, maar bijvoorbeeld tien. En die konden geen opvolgers vinden. Misschien had het er mee te maken dat het product niet meer nieuw was, maar ook met name met opvolgers problemen te maken. Wellicht dat er toch nog een waarde is in de vorm van een klantenportefeuille en die waarde kan overdragen het bedrijf van de hand te doen of onderdelen te verkopen. Dat zou kunnen. Ik zou eigenlijk niet weten wat er in die decline stage verder gebeurt.

Nee dat was ook direct de lastigste stage om überhaupt ook in de literatuur iets over te vinden. Er wordt gewoon heel weinig over geschreven ook met name omdat vaak de grotere ondernemingen waar vaak dergelijke onderzoeken worden gehouden komt dat praktisch niet voor.	Nee, het zou wellicht kunnen, maar dan voor onderdelen. Ik kan me voorstellen dat slecht renderende onderdelen door met name die multinationals wellicht opnieuw leven kan worden ingeblazen. Maar ik kan me voorstellen dat het hele grote investeren vergt, en dat het af en toe denk ik is interessanter is om die onderdelen gewoon af te stoten naar partijen die daar toch nog op een of andere manier iets mee kunnen en daar een fatsoenlijke prijs voor zouden willen betalen. En ik zou me ook wel kunnen voorstellen en dat hoor je af en toe ook dat een onderdeel gewoon wordt besloten.
Dat was het dan.	Zou ook kunnen. En met name bij bedrijven die wat kleiner zijn, en dat is heel slecht voor de financiële positie, is dat gewoon de stekker eruit gaat. Er gaan natuurlijk wel eens wat bedrijven failliet en ook wat grotere.
Ja helaas.	V&D is denk ik een voorbeeld van een club, ondanks dat ze geen eigen producten fabriceren, maar wel geconfronteerd werden met een afnemende omzet, niet in staat om het tij te keren en dan is het de vraag van ja, die investeringen die daar in gestopt moeten worden, wegen die op tegen de uitkomsten. En af en toe is het gewoon beter om de stekker om uit te trekken.
Ik denk dat ik voldoende input heb gekregen Patrick.	Ja nogmaals, het is heel erg algemeen. Dit zijn multinationals. Het zou denk ik interessant zijn, maar dat valt buiten je onderzoek, is dat je het op afdelings- of op product niveau zou kunnen doen. Dat je inderdaad product-life cycle kan volgen en die koppelt aan de levensfase van ondernemingen.
En dan doel je erop dat het misschien wel samen zou kunnen lopen, of?	Nouja dit soort algemene uitspraken komt je eigenlijk alleen maar toe als je kijkt naar de onderliggende producten en diensten. Hetzelfde als jaarcijfers van een bedrijf, zijn gebaseerd op maandcijfers. Dus om jaarcijfers te krijgen, moet je maandcijfers hebben. Dus om dit soort algemene uitspraken te doen, het is een resultaat van de optelsom van onderliggende ontwikkelingen. En misschien heeft een

	Heineken tien verschillende producten en die hebben allemaal een aparte impact op elkaar, marges, etc. Per saldo komt dit eruit. Wat zegt dat dan? Het zou ook kunnen dat ze hun portefeuille slecht beheerd hebben.
	Een algemene opmerking met betrekking tot die ratio's is in hoeverre die bedrijven overname prooiën kunnen worden.
Ja.	Dat daar dus ook andere, meer strategische overwegingen een rol spelen. Ik zou me ook kunnen voorstellen dat op het moment dat je een relatief interessante overname prooi bent, dat op basis daarvan partijen denken dat dat effect kan hebben op het aantrekken van financiering. Of het afstoten van dochters om op een of andere manier minder makkelijk een overnameprooi te zijn. En dat hangt ook weer af van ontwikkelingen in de branche en industrie. Dus.

Specialist in corporate finance

Interviewer	Interviewee
Heel even kort wat ik tot nu toe heb gedaan in mijn onderzoek.	Wat is eigenlijk het thema rond jouw onderzoek?
Het thema is rond de capital life stage theory. Ik weet niet of het je iets zegt? Ik geloof dat we het er op Saxion ook wel eens over hebben gehad een paar maanden terug. En die veronderstelt eigenlijk dat er een bepaalde relatie is tussen de vermogensstructuur van een onderneming, de verhouding EV/VV, en de levensfase waarin hij zit.	Ik denk dat dat klopt.
Het is een relatief nieuw concept dat officieel valt onder de capital structure theory en vandaar dat ik het heel beschrijvend heb ingestoken. Er zijn onderzoeken geweest die hebben gewoon een gigantische database gepakt met 1000 / 2000 organisaties en op basis daarvan een relatie proberen te zoeken alleen die hebben puur naar de relatie gekeken en niet naar wat zien we nou gebeuren en wat zou een logische verklaring zijn waarom dat nou gebeurt. Vandaar dat ik hem beschrijvend heb ingestoken. Eerst vanuit de literatuur een klein frameworkje	Kon jij op basis van de cijfers, en ik heb ze ook gezien. Ik vond het lastig om op basis daarvan tot een afweging te komen. Ook al omdat ik moeite had met wat is G wat is M wat is R. Ik denk dat zal vast wel iets met growth, maturity en revival.

ontwikkeld waarvan de literatuur zegt, zo zit het ongeveer. Dat framework heb ik geprobeerd te valideren met een klein onderzoekje op basis van jaarverslagen van drie multinationals in dit geval. En de laatste stap is, ga nou eens even lekker de praktijk in, vraag eens naar wat meningen om het nog een en ander bij te schaven.	
Ja klopt. De drie tabelletjes die je nu voor je hebt daarin heb ik allereerst de levensfasen bepaald. Ingedeeld op basis van de methode van Dickinson, op basis van kasstroomoverzichten, die zouden dan heel goed kunnen vertellen in welke levensfasen een bedrijf zit in een bepaalde periode. Daarin zie je eigenlijk al dat het heel sterk wisselt. Dat vond ik persoonlijk al een vreemd resultaat eigenlijk, want naar mijn mening zet een onderneming een bepaalde koers uit, een strategie. En dat duurt een aantal jaren. In mijn mening is een strategie van nature een lange termijn iets. En dan kom ik eigenlijk al bij mijn eerste vraag. Wat vind jij daarvan? Kom je daar in de praktijk wel eens mee in aanraking dat bepaalde levensfasen elkaar zich sterk afwisselen?	Binnen de bancaire sector hanteren we ook wel dit soort gedachten en dan zien we eigenlijk, wij zitten natuurlijk helemaal aan het begin van bedrijven, dan zit je aan de breed, seed en startfase. Dat zijn de eerste drie fasen. En dan heb je eigenlijk van start, expansie, volwassenheid en dan heb je wat je hier revival noemt, dan zie je vaak dat er iets nieuws moet gebeuren. Ik zie aan de andere kant ook wel dat dat het is niet een soort van rechte curve waar een bedrijf doorheen loopt. Daarom vind ik vermogen ook wel een lastig te verklaren component, want je ziet het nog wel eens op en neer gaan. De vraag is hoe groot maak ik de curve van een levensfase van een bedrijf. Dus ik merk dat ik dat best lastig vind om op basis daarvan iets te roepen. Wat ik wel zie is dat bedrijven die aan het ontwikkelen zijn, dat hun verdienmodel wat aan het eind van het latijn is en als ze dat niet gaan bijsturen, beginnen ze terug te zakken. Zeker in sectoren waar veranderingen snel zijn, dan zie je ze terugzakken en dan vinden ze het lastig om die fase van afbouw om daar een ombuiging in te krijgen. Dat zie ik wel. Maar dat is niet zozeer van alleen maar levensfasentheorie. Want ik vind hier opvallen is dat het elkaar sterk afwisselt. En je zou kunnen zeggen: dat is eigenlijk onlogisch. Nou moet ik wel zeggen dat naarmate de bedrijven groter worden, is hun productportfolio een stuk groter en diverser. Wat ik in de praktijk zie zijn bedrijven die in een bepaalde sector acteren en dus wat gelijkmatiger zullen zijn in hun ontwikkeling. Ik heb bijvoorbeeld een bedrijf die zijn echt gestart een aantal 10 jaren geleden en echt van die start komen ze in een keer een

	enorme expansie fase die groeifase. Die zie je dan ook in een volwassenheidsfase komen en je ziet dat ze aan het eind van hun groeicurve komen. En dan wordt het stabiel, dan zie je ze teruglopen want er zijn wat concurrenten bij gekomen. Die hebben het concept gekopieerd of herontdekken. Wat je dan wel ziet is dat ze er een tweede poot bij oprichten, die probeer je dan opnieuw in die nieuwe curve te krijgen en als je maar genoeg van die curves naast elkaar krijgt, dan zie je dat het onderscheid tussen groei en maturity bijna niet meer kan terugvinden.
Omdat het door elkaar heen gaat lopen.	Ja, maar dan gaat het meer om product-marktcombinatie door elkaar heen lopen, dan dat het door elkaar heen loopt als ondernemer in totaal. En dat zou je denk ik bij multinationals ook kunnen veronderstellen. Het mooiste voorbeeld vind ik zelf wel, nouja slecht voorbeeld eigenlijk, dat is V&D. Dan kan je zeggen, was een heel volwassen bedrijf en die zie je eigenlijk ondersteboven gaan, omdat hun debt ratio eigenlijk ondersteboven knalt. Volgens mij is V&D kapot gegaan aan hedgefondsen. Steeds weer een nieuwe hedgefonds erin. Die gaat zogehet herstructureren, eerst wordt al het onroerend goed eruit verkocht. De balans wordt zogeheten kleiner gemaakt. Dat betekent dat je eigenlijk met een relatief lager netto eigen inbreng met een grotere leverage kunt financieren. Maar eigenlijk is je vermogen zover uitgehold als je dat maar een paar keer gedaan hebt. Vanuit bancaire optiek is dat eigenlijk killing. Daar komt ook bij dat je eigenlijk veronderstelt, bedrijven die in de volwassenheid zijn, die zouden per definitie een steviger eigen vermogen moeten hebben.
Nouja op basis van een langere handelshistorie ja.	Precies. Maar wat zie je ook, je ziet ook bedrijven die op een gegeven moment tegen een soort van maximum eigen vermogen hebben. Dan zie je soms dat een tweede generatie of soms derde generatie instroomt in zo'n bedrijf en dat dan ook een dividendupstream plaats kan vinden.

	Dat ze zeggen van nouja we vinden het prima als er 35 of 40 % eigen kapitaal in zit. Alles wat daarboven zit, dat wordt afgeroamd. Bijvoorbeeld ook bij een bedrijf in Enschede meegemaakt die dat ook had. Puik bedrijf, hartstikke goedlopend, op een gegeven moment zag ik die ondernemers denken; ik kan het allemaal in het bedrijf laten zitten en financiers mee aflossen, maar ik kan het er ook uit halen. Om het risico te verminderen dat je alles in je bedrijf hebt zitten. Je haalt er een deel uit en gaat met het overschot beleggen. Wat je ook wel eens ziet, hier heb ik een voorbeeld; 3 ondernemers zeer succesvol, hebben veel geld. Als je het geld in het bedrijf laat zitten, wordt het een soort van spaarpot. Dat is doodongelukkig want op de bank brengt het niks op. Dus die hebben gezegd, we halen een deel van onze rendementen uit het bedrijf. Je ziet de S wat zakken, dus je debt ratio wordt groter. En ga met dat geld iets anders doen. In dit geval hebben ze een vastgoedportefeuille gekocht. Daarmee is dus de debt ratio als een verklaarbare factor van het bedrijf, daar wordt het lastiger van. Of je zou kunnen zeggen als een bedrijf op zijn top zit, dus dik in de volwassenheidsfase, dan zou het misschien wel logischer zijn dat de relatieve debt ratio weer wat toeneemt. Dat hij zegt van ik ga een stukje van mijn eigen kapitaal eruit trekken.
Ja, dat zijn twee perspectieven. Want als je, nouja literatuur veronderstelt eigenlijk dat je in de volwassenheidsfase een wat lagere debt ratio hebt op basis van die grotere handelshistorie. De retained earnings zijn groter, op basis daarvan een soort van pecking order achtig iets. Dat is eigenlijk het eerste waaruit je wilt gaan investeren, want dat is het goedkoopste. Anderzijds, jouw verklaring is ook logisch. Is dat wat je veel ziet?	Ja dat zie ik eigenlijk.. In het MKB zie je dat het wel afhankelijk is van het type ondernemer. Als er een type ondernemer is die zegt van joh ik wil zo snel mogelijk van de bancaire verplichting af. Dus die doen het bij voorkeur met eigen geld. Dan zie je dat hun debt ratio heel laag is, omdat ze bijna alles met eigen geld doen. Datgene dat er met vreemd geld is gefinancierd, dat zien ze niet zo, dat is eigenlijk handelskapitaal. Een stukje debiteuren / crediteurenverhouding. Dan zou je zeggen dat maakt dan nog dat de balans met een stukje vreemd vermogen gefinancierd is, maar je zou haast kunnen zeggen dat het

	overlopende activa is. Daarnaast is er nog een categorie ondernemers ook vaak succesvol, die op het gegeven moment zegt, van joh ik vind het prima dat er een verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen is die zo rond de 40% zweeft en alles wat daar boven uitvalt, dat haal ik er uit.
Wat voor argumentatie hebben ze daar dan voor? Is dat gewoon nattevingerwerk?	Ja, vaak nattevingerwerk of een accountant die hen adviseert die zegt joh als je nou alles maar als eigen kapitaal dan maak je geen gebruik meer van de mogelijkheid om met een leverage factor een redelijke ROE te maken. Als je alles met eigen vermogen financiert dan gaat dat ten koste van je ROE. Dus die zeggen van dan zou je eigenlijk een deel daar uit moeten halen. En een belangrijke overweging voor ondernemers is dan dat ze het eigenlijk ook uit de risicosfeer willen halen. De echte ondernemende zielen gaan dan nieuwe activiteiten opstarten, bijvoorbeeld het opbouwen van een vastgoedportefeuille, ook wel met risico's. En sommige willen een leuke spaarpot hebben van nou als het eens een keer minder gaat, maar dan wil ik daar prive geen last van hebben. Dus die halen het letterlijk uit de risicodragende sfeer. Maar dat is een andere afweging als de fase waarin een bedrijf zit. Dus in het MKB zie je wel wat andere bewegingen soms.
Ja, nou ik wilde in eerste instantie ook organisaties uit het MKB bekijken. Maar het was lastig om aan gedetailleerde kasstroomoverzichten te komen, laat staan aan jaarverslagen waar je gegevens uit zou kunnen halen.	Ja, dat is ook zo. Ja zeker.
Wat we daarnaast zien, dat heb ik hier niet op staan maar wel op mijn laptop dus die pak ik er even bij, is dat de debt ratio's verschillen ook heel erg per jaar.	Heej maar, wat is de reden dat je met een debt ratio werkt en niet met een Solvency ratio? Je ziet heel vaak, ik heb er geen waardeoordeel over, er wordt heel vaak juist vanuit de debt maar vanuit de solvency gewerkt.
In jouw sector?	In mijn sector wordt juist vanuit de S gewerkt.
Oke.	Dus dat betekent dat, tuurlijk het is niet zo erg ingewikkeld dat als hier een debt ratio van 65 staat, is de S automatisch 35. Maar

	er wordt meer vanuit de eigen vermogen factor geredeneerd dan uit de factor vreemd vermogen.
Ja, ik heb dat inderdaad gedacht. Ik kan die gebruiken, de debt ratio, debt-to-equity, maar uiteindelijk onder de streep zeggen ze allemaal hetzelfde.	Tuurlijk. Ja, daarom zeg ik ook; ik heb er geen waardeoordeel over, ik kan er natuurlijk ook wel doorheen prikken. Maar het grappige is dat ik omgekeerd beredeneer.
Je ziet een debt ratio van bijna 60%, terwijl het jaar er op bijna 10 procentpunten lager is.	Vanuit operationele kasstroom is het bijna niet verklaarbaar.
Er zit wel behoorlijk wat verschil in, ook bij de anderen. Zie je dat vaak in jouw portefeuille dat debt ratios per jaar verschillen?	Ja, dat zie ik. Ik zie dat eigenlijk op twee manieren. Misschien weet je dat al, ik ben ben ook nog betrokken bij een woningcorporatie, daar ben ik commissaris, en daar zie je op dit moment een enorme schommeling in de resultaten. Dat heeft puur te maken met de waarderingssystematiek van het onroerend goed. Zo'n woningcorporatie heeft 1,5 miljard aan onroerend goed. Als de waarderingsmethodiek wat anders wordt, en dat gebeurt nogal, ze moeten op marktwaarde waarderen, zijn de uitslagen in met name de winsten enorm. Dus als je een andere waarderingstechniek heb en je laat het terugkomen in je resultatenrekening en dat vertaalt zich uiteindelijk ook terug in je debt en je solvency. Dat zie ik wel is. Soms zie je ook wel de balans is een foto. Gedurende jaar is het positie anders dan aan het eind van het jaar. Veel ondernemers proberen aan het eind van het jaar hun balans zo mooi mogelijk te maken. Aan de andere kant, de kunst is ook om zoveel mogelijk de belastingdienst te vermijden om zo min mogelijk belasting te betalen. Je ziet dus wel dat het wat gestuurd is, wat je ook ziet als de relatieve vermogenspositie kan natuurlijk ook door het verlies van een bedrijf behoorlijk worden beïnvloed. Dus afhankelijk van je leverage, als een bedrijf wat kleiner is en je maakt een dikke winst, heeft dat natuurlijk een enorme impact op je vermogen het jaar erop. We zijn nu met een aanvraag bezig en dan denk ik vanuit de S, daar zit een S in van 7% dit jaar bij aanvang van de financiering. Dus dan zie je

	dat de S heel laag is en de debt heel hoog. Maar je ziet ook dat dit bedrijf met een enorm goede kasstroom binnen drie jaar verwachten wij dat die een S heeft van 33% dus dat de debt ratio 67% is. Dus dan zie je heel snel dat die toeneemt. Wat ik wel opmerkelijk vind is dat je het ene jaar 60% dan 40% en het jaar erop 70%. Dat kom ik eigenlijk niet zo vaak tegen. Je ziet wel een wat meer geleidelijk verloop in je S of in je debt ratio. Het enige waardoor je de debt ratio nog wel eens enorm ziet stijgen, is dat als er een sprong investering plaatsvindt.
Ja, maar dan zou je eigenlijk veronderstellen dat je in een groeifase zou zitten.	Zeker, dat is meestal een groeifase. Of een fase waarin de ondernemer zegt van heej ik sta op het punt om weer wat nieuws te beginnen. En dan is de noodzaak aanwezig om een spronginvestering, ja de spronginvestering gaat ten koste van je relatieve eigen vermogen. Dus dan zie je sprongen, maar niet een JOJO effect. Naarmate ene bedrijf groter wordt zou je eigenlijk veronderstellen dat die wat meer afgevlakt is. Natuurlijk een Ten Cate investeert af en toe wel eens, maar die heeft ook activiteiten die die afstoten. En Heineken en Philips die hebben dat nog meer. Dan zou je zeggen, dat is toch opmerkelijk?
Ja, nou inderdaad.	En zeker beursgenoteerde bedrijven die hebben er belang bij dat hun ontwikkeling juist gestaag is. Omdat de hele wereld mee kijkt, dus als daar een rare schommeling in je debt of in je S ratio is, dat roept altijd vragen op bij de analisten. Daarom zou je een stapje dieper moeten kijken in de ratio, van als daar dan een hele opmerkelijke sprong in is, waar zit het hem dan. Maar doorlopend JOJO-en vind ik opmerkelijk en zeker voor beursgenoteerde bedrijven. Dus ik kan het alleen maar verklaren vanuit hun waarderingsmethodiek, maar nogmaals ik ken dat ook niet goed genoeg ik zit daar niet goed genoeg in. Maar nogmaals vanuit het MKB zie ik bijna altijd een redelijk gestage lijn naar boven, dan in een keer een enorme beuk en moeite heeft om zijn

	verwachtingen waar te maken.
	Heej je hebt ook nog een aantal specifieke vragen.
Ja, nou dat is eigenlijk een beetje eehm, de resultaten loslaten die ik tot nu toe heb, om tot het tweede validatie rondje te komen voor mijn frameworkje zeg maar. Ik weet niet of je er heel veel in zit, ik kan me voorstellen dat het wat lastiger is, de strategie die ondernemingen in de birth stage volgen. Heb je daar enig idee van?	Ja weet je, je ziet vaak, een onderneming echt in de startfase. Dan moet je je voorstellen, dat zijn bijna altijd de willie wortelachtigen of de ondernemende types die in de schuur beginnen. Over het algemeen hebben die vooral een idee waar het naartoe zou kunnen gaan. Maar om nou te zeggen hebben die een hele afgewogen strategie: nee. Die hebben meer een gevoel. Ondernemers in de startfase die volgen hun hart daarin. Die hebben het idee dat ze een concept hebben, dat succesvol zou kunnen zijn. En die beginnen er gewoon mee. Wat ik ook wel zie en dat is wel wat meer van de laatste periodes, sommigen gebruiken ook helemaal geen eigen vermogen of vreemd vermogen. Dus die beginnen gewoon met 100% eigen kapitaal en ze beginnen voor zichzelf te ondernemen. Als ze al gebruik maken van externe financiers, zijn dat kleine bedragen en zie je ook dat ze niet eens meer bij een bank terugkomen, maar via microfinance kleinere bedragen ophalen om de start mogelijk te maken.
Wel in de vorm van vreemd vermogen? Of zijn dat dan angels waar je het over hebt of venture capitalists?	Nee, in die echte startfase denk ik dat je het onderscheid moet maken tussen de techno starters, de mensen met echt een briljant plan wat ze geweldig verkocht krijgen, dan zie je echt wel dat in die fase de venture capitalists instappen. In deze fase bij het MKB zie je vaak dat er een beperkt stukje eigen kapitaal ingaat. Die maken bijna geen gebruik van de participatiemaatschappijen, business angels, o.i.d. Dat komt beperkt voor. En eigenlijk vind ik dat dat jammer is, want het komt te beperkt voor. Je ziet op dit moment dat van de ingevulde financiering, dat ongeveer 65% door de banken ingevuld worden, terwijl een jaar of 7/8 geleden was dat 90%. Dus je ziet wel dat er meer gebruik gemaakt wordt van de alternatieven. Het aardige is dat ze zelf amper weten dat er alternatieven zijn.
Nouja weetje, helemaal in de startfase, je	Nee, inderdaad. Dus die zijn erg

hebt een leuk idee. Dan, met alle respect dat zijn vaak niet de mensen die het meeste verstand hebben van wat er allemaal te verkrijgen is en..	afhankelijk van hun accountants, van hun banken. En sommigen die zeggen van joh ik begin gewoon. Die hebben ook niet van die wereldse investerings ideeën of er moet heel veel geld bij, die beginnen gewoon te ondernemen. En gaandeweg, komt er een soort van vliegwiel op gang, dan heb je behoefte aan werkkapitaal. Dat is vaak het eerste dat pijn doet. En pas dan krijg je de fase van heej nu moet ik toch ook investeren, ik wil een pand, machines, etc. Maar je hebt ook bedrijven die in de technologisch geavanceerde hoeken zitten, die moeten eerst een paar jaar echt investeren en dan moet je diepe zakken hebben. En dat gaan de banken niet voor je..
Nee, dus eigenlijk is het ook sector afhankelijk vooral. Bijvoorbeeld nanotechnologie, je kan je voorstellen dat voordat je uberhaupt iets hebt.	Ja, dan ben je gewoon echt jaren aan het ontwikkelen. Dus dan moet je echt partijen hebben die in staat zijn jou in die eerste 3 tot 5 jaar door dat dal heen te helpen. Want over het algemeen is het zo dat banken pas echt willen instappen als je ook een stukje aantoonbare kasstroom hebt.
Om een stuk risico af te dekken.	Ja zeker. Dat vind ik wel mooi, Basic-fit gaat nu naar de beurs, maar eigenlijk als je goed kijkt naar basic-fit, en dat hoor ik ook wel voor een groot deel op de radio. Dan zie je toch ook van eigenlijk is hun verdienmodel nog maar heel bescheiden. Wat ze nu doen is de venture capitalist die wordt eigenlijk uitgenomen door het beurskapitaal. Nouja het is toch opmerkelijk want waarom stapt die venture capitalist nu al uit? Dus die zijn eigenlijk al in een hele vroege fase zich aan het terugnemen. Maar je ziet dus wel dat er grote verschillen zijn tussen bedrijven die voortkomen uit een briljant idee, waar meerdere mensen en grotere partijen veel geld in willen stoppen, en het reguliere MKB die soms gewoon beginnen en drie/ vier jaar later maken ze een dijk van een resultaat. En dan sta je erbij en je kijkt ernaar en dan denk je: hoe is het mogelijk.
Leuk voorbeeldje is misschien wel die autofabrikant uit Vriezenveen. Vencer of zo heet dat.	Ja daar heb ik wel eens van gehoord.

Daar zijn ze al zo lang mee bezig, maar volgens mij komt daar straks een auto uitrollen..	Dat zou maar zo kunnen. Je ziet vaak dat als je er doorheen bent en het wordt een succes dan kan het heel rap gaan. Het mooie voorbeeld dat als je het over auto's hebt is Tesla. Tesla moet per auto 17000 dollar bij. Dus die verbranden letterlijk honderden miljoenen per jaar, in de verwachting en veronderstelling dat er een merk wordt gebouwd, er wordt een concept geboren, een beetje alla Apple. Dat zich dat zometeen enorm gaat terugbetalen in een enorm winstgevende club.
Dat moet wel de enige gedachte daarachter zijn zou je zeggen.	Dat is ook zo. Maar ik vind het opzich ook al wonderlijk dat als je zegt van nou weet je er komt een nieuw model Tesla en je mag hem kopen, maar je moet wel wat geld inleggen. Dus als je nou zegt van; hoe denk je dat die EV / VV verhoudingen zich ontwikkelen? Over het algemeen verwacht elke onderneming dat ze redelijk vlot veel eigen vermogen kunnen maken. Want je begint bijna altijd met een gedachte van ik ga geld verdienen. En ik denk dat er een kleinere groep is, dat zijn dan de geavanceerde starters, die zullen waarschijnlijk verwachten; we zullen eerst nog een keer heel diep het dal ingaan. Die zullen dus eerst nog een keer een hele slechte solvency, dus hoge debt ratio hebben, omdat ze al jaren aan het investeren zijn, voordat zich dat een keer gaat terugbetalen. Maar als het dan gaat, dan gaat het ook rap. Wat ik dan ook zie is dat er bedrijven zijn die te lang moeten blijven investeren, omdat het concept niet van de grond komt en dan moet er een aantal keer nieuw kapitaal in. Totdat je zo ver gekapitaliseerd bent dat het nooit meer een succes kan worden. Per verlies jaar nemen je renteverplichtingen toe en ook je aflossingsverplichting.
Dan verdrink je op het gegeven moment.	Maar ik denk dus dat er binnen het MKB zie je bijna altijd lage EV in het begin, met de verwachting dat het zich redelijk goed gaat ontwikkelen.
Dus in eerste instantie hoge debt ratio's.	En de voornaamste financieringsvorm in deze fase zag je altijd dat het bancaire leningen waren. Nu zie je een verplaatsing

	naar het onder elkaar financieren, crowdfunding en ook wel via kredietunie, business angels, etc.
Oke helder. We hebben het eigenlijk al over die tweede categorie gehad, die growth stage. Die benoemde je eigenlijk ook al iets.	Die growth stage daar durven meer spelers in te stappen. Je ziet dat als je een groeistrategie hebt, dan zie ik dat bij ons zelf als een bedrijf zich snel gaat ontwikkelen en er is een bewezen kasstroom, dan durven meer spelers in te stappen. Dat betekent ook dat de bancaire financieringen wat gangbaarder worden, de kasstroom financiering, of de activiteitenfinancieringen nemen toe, dus werkkapitaal. En over het algemeen zijn de financiële professionals best bereid om dat te financieren. Je ziet ook in die fase dat lease gemakkelijker wordt, dus er stappen meer spelers in. En gaat de groei heel snel, dan is dat een moment dat de participatiemaatschappij durft in te stappen. Dus die groeifase is over het algemeen, als het vuurtje een beetje aan het branden is, dan is het voor veel financiers een aantrekkelijkere beginfase als in een beginfase. Dus dan zie je ook dat veel meer spelers, maar ook professionele participatie clubs.
Dus dan zie je eigenlijk ook automatisch wel dat de debt ratio dan toeneemt eigenlijk.	Ja eigenlijk wel. Want als je zegt wanneer stapt een bank slecht in, dat is als je ziet dat het al jaren slecht gaat en in 1 keer is er een soort van eureka moment. Maar dan moet je als ondernemer wel van hele goede huize komen. Maar als een ondernemer zegt van het gaat goed en hij heeft laten zien dat het aanslaat. Dan wordt de prognose ook geloofwaardiger dan stap je makkelijker in. Dus in die groeifase kunnen we zien dat de solvency ratio geleidelijke aan verbetert en dat mogen we ook redelijkerwijs verwachten.
	In de maturiteit zien we bijna altijd een stabilisatie in de verhouding EV en VV. En zie je vaak een toename Eigen vermogen Vreemd vermogen en dan is er voor een ondernemer weinig nodig... Waarom zou die dan nog een keer een participatiemaatschappij inschakelen.
Ja aangezien ze een hoger rendement vereisen.	Precies. En die ook gewoon.. je moet je voorstellen een business angel en

	KredietUnie die zullen 8 tot 10% rendement eisen. En de bancaire financieringen bij de gevestigde ondernemers zullen een heel stuk lager liggen. En dat kan dan ook. Je debt ratio is relatief laag, het bedrijf zit een goede kasstroom in, en dan zie je vaak dat het traditioneel gewoon met eigen kapitaal en vreemd vermogen wordt door de bank verstrekt. Dat dat de fasen zijn waar die bedrijven in zitten. EV is dan ook vaak het EV van de ondernemer en wat je dan wel is ziet, en dan staat zijn EV onder druk, is dat die als hij een participatiemaatschappij of een andere partij moet uitnemen dan zie je dat die Debt-ratio even een enorme sprong maakt.
Ja oke. En wat bedoel je dan met EV van de ondernemer? Is dat de retained earnings? Dus gereserveerde winsten?	Ja. Gereserveerde winsten. Want wat zie je dan. In eerste instantie moet dat EV ondersteunt worden door EV ingebracht door derde partijen. Dus dat kan zijn achtergesteld door een participatiemaatschappij of misschien wel een aandelenbelang van een participatiemaatschappij, maar begint die ondernemer in een succesfase te komen. Uiteindelijk wil die eigen baas zijn. Dus een participatiemaatschappij heeft ook vaak niet het belang om eigenaar te worden. Meestal neemt die een minderheidsbelang en als het bedrijf het goed doet, dan wil ik er ook wel weer uitgekocht worden. En dan wil ik een exit fee of ik kan mijn aandelen tegen een nette prijs verkopen en dan stappen ze bij voorkeur uit. En dat is eigenlijk de fase dat de ondernemer op eigen benen kan staan. Dus dat zie je in die fase.
Ja op het gegeven moment zijn ze misschien wel te volwassen geworden en misschien wel verzadigde markten,	Ja, dan kom je eigenlijk in de..
In de revival fase.	Dan moet je als ondernemer nieuwe dingen gaan doen. Dat heeft ook wel een beetje met de leeftijd van de ondernemer te maken dat je zegt of we gaan nieuwe markten aan boren en we gaan nieuwe investeringen doen, en dat is eigenlijk weer een nieuwe soort groei fase met nieuwe product/marktcombinaties. Of ze

	gaan het in een heel nieuwe bedrijf stoppen, dat zie je vaak ook wel onder dezelfde holding, maar om dat risico af te dekken, maar dan zie je dat geconsolideerd de debt ratio weer toeneemt. Er is behoefte aan vermogen. Als je dat vermogen zelf niet hebt, of je wil het risico alleen niet aan, dan kan het zijn dat een business angel of participatiemaatschappij dat die instappen. De hele succesvolle ondernemers die pakken dat gewoon zelf op. Dus dan kan het zijn dat je EV wat je eruit gehaald hebt dat het weer opnieuw in je bedrijf gestopt wordt. Maar dat is wel even waar je volgens mij tegenaan kijkt. Weet je, hebben veel ondernemers een strategie? Ja wel aan de boven kant van de markt, maar kom je meer bij de gemiddelde ondernemers, dan zit die strategie vaak in het hoofd en niet op papier.
Ja precies, maar daar hebben ze vaak de tijd ook helemaal niet voor.	Ja en weet je, heel plat gezegd interesseert het ze eigenlijk ook helemaal niet zo heel veel. Dus hebben ze dan eigenlijk een strategie EV/ VV of hebben ze uberhaupt een strategie van waar wil ik met mijn bedrijf over 5 jaar naartoe, in hun hart wel maar vaak niet..
Maar hoe daar te komen..	Maar hoe daar te komen inderdaad niet. En dat laten ze ook wel een beetje gebeuren. En als je naar het echte pure, kleinere MKB, die laten zich ook wel mee veren met de golven op de markt. Dus die kijken ook niet zo heel ver naar voren. Die proberen ieder jaar weer opnieuw te kijken van goh wat gaat het nieuwe jaar brengen. Dus worden de bedrijven minder professioneel, is vaak ook de strategie over 4, 5, 6 jaar amper aanwezig. In die maturity fase zie je ook bedrijven die heel lang in die fase zitten. Het loopt wel door en elk jaar is er een lekker resultaatje. Dat is een hele grote groep ondernemers.
	Decline is voor jou dat..
Ja nieuwe innovaties gingen mis, kansen worden misgelopen, operationele kasstromen lopen terug en zou je debt ratio de lucht in schieten lijkt mij.	Ja als er verliezen worden geleden dan gaat het vaak heel snel. En dan kom je ook zelf in de fase dat er een negatief EV is, dus dat er een overcreditering met vreemd

	kapitaal is. Dat is een hele lastige fase. Dan zie je dat het bedrijf eigenlijk niet meer eigenaar is van het eigendom van de eigenaar, maar als je het nuchter beschouwt dat andere partijen eigenaar zijn. En dan zie je wel eens dat, dat vond ik mooi dat hebben ze geprobeerd mij Imtech, dan ga je constructies bedenken van; ach jongens we zitten eigenlijk met een veel te hoge debt ratio, banken maken zich zorgen, je krijgt een soort van beursgang. Een gegarandeerde claimemissie onder het mom van we garanderen dat alle aandelen afgenomen worden, maar je weet op voorhand al bijna zeker dat je met een deel van die aandelen blijft zitten. Banken nemen heel bewust een positie in in de hoop dat het bedrijf door een verbetering van de S ratio het weer aan de gang krijgt. Het beroerde is dat als je een hoge debt ratio hebt, dat je ook hele hoge rente verplichtingen hebt en aflossingsverplichtingen. Die bedrijven bezwijken letterlijk aan die verplichtingen. Het gaat dubbel zo hard. De schuld neemt toe en het rentepercentage neemt toe. Maar dat is wel de meest negatieve fase van decline, dat betekent dat decline zich omzet in faillissement en zich niet omzet in herstel. Feitelijk wat je nodig hebt is nieuw management dat in staat is om een turn a round te maken en wat je ook nodig hebt is nieuw kapitaal. Nieuw vermogen en een bank die zich rustig houdt en de aflossingen opvoeren.
--	---

Appendix 3 – Documentary research reference list

Heineken NV Annual Report (1997).
Heineken NV Annual Report (1998).
Heineken NV Annual Report (1999).
Heineken NV Annual Report (2001).
Heineken NV Annual Report (2002).
Heineken NV Annual Report (2003).
Heineken NV Annual Report (2004).
Heineken NV Annual Report (2005).
Heineken NV Annual Report (2006).
Heineken NV Annual Report (2007).
Heineken NV Annual Report (2008).
Heineken NV Annual Report (2009).
Heineken NV Annual Report (2010).
Heineken NV Annual Report (2011).
Heineken NV Annual Report (2012).
Heineken NV Annual Report (2013).
Heineken NV Annual Report (2014).
Heineken NV Annual Report (2015).

Koninklijke Philips NV Annual Report (1997)
Koninklijke Philips NV Annual Report (1998)
Koninklijke Philips NV Annual Report (1999)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2000)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2001)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2002)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2003)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2004)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2005)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2006)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2007)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2008)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2009)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2010)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2011)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2012)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2013)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2014)
Koninklijke Philips NV Annual Report (2015)

Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (1997)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (1998)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (1999)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2001)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2002)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2003)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2004)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2005)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2006)

Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2007)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2008)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2009)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2010)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2011)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2012)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2013)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2014)
Koninklijke Ten Cate NV Annual Report (2015)