

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen, met als afstudeerrichting Accountancy en Financiering. Bij deze wens ik graag enkele personen te bedanken die mij hebben bijgestaan om deze thesis tot een goed einde te brengen.

Allereerst wens ik een bijzonder dankwoord uit te brengen aan mijn promotor, Prof. Dr. Tensie Steijvers voor haar tijd, ondersteuning en raadgeving. Haar opbouwende kritieken en waardevolle adviezen hebben een positieve invloed gehad op de totstandkoming van mijn masterproef.

Verder gaat mijn dank uit naar mijn ouders die het voor mij mogelijk hebben gemaakt om deze opleiding te kunnen volgen. Zij stonden steeds voor mij klaar om mij te steunen, ook tijdens moeilijke momenten. Tenslotte wil ik ook mijn vrienden en medestudenten bedanken voor de leuke studentenjaren die we samen hebben beleefd.

Nick Houbrechts

Samenvatting

Ondanks de kapitaalstructuurtheorie die voorspelt dat het voordelig is voor ondernemingen om een bepaald niveau van schulden aan te gaan, blijken heel wat ondernemingen zich niet te financieren met schulden. Bij Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven blijkt een groot deel van de ondernemingen geen gebruik te maken van schuldfinanciering. In Europese context en zeker in Belgische context werd het vóórkomen van 'zero-leverage' slechts in beperkte mate onderzocht. In deze masterproef wordt er dan ook dieper ingegaan op het vóórkomen van 'zero-leverage' en de motieven van 'zero-leverage' in België.

Kleine en middelgrote ondernemingen creëren het grootste deel van de tewerkstelling en toegevoegde waarde in België. Dat KMO's belangrijk zijn voor de Belgische economie valt dan ook niet te ontkennen. Er wordt voor gekozen om in deze masterproef het onderzoek naar het vóórkomen van 'zero-leverage' te richten op Belgische KMO's. Om KMO's te definiëren maken we gebruik van de Europese KMO-definitie. Deze definitie stelt dat een onderneming behoort tot de groep van micro-, kleine en middelgrote ondernemingen wanneer er maximaal 250 werknemers worden tewerkgesteld en wanneer er ofwel een jaarlijkse omzet van maximaal 40 miljoen euro wordt gerealiseerd ofwel de onderneming een balanstotaal van maximaal 20 miljoen aanhoudt.

In hoofdstuk 2 bespreken we de 'Pecking Order Theory', de 'Trade-off Theory' en de 'Agency Theory'. Deze drie theorieën helpen te verklaren hoe de kapitaalstructuurtheorie werkt en waarom het voor een onderneming voordelig is om een bepaald niveau van schulden aan te gaan. Aansluitend gaan we in hoofdstuk 3 in op het bestaan van 'zero-leverage' in verschillende landen. We bespreken ook de invloed van asymmetrische informatie op het bestaan van 'zero-leverage' KMO's.

Om het empirisch onderzoek uit te kunnen voeren hebben we gebruik gemaakt van gegevens uit de Bel-First databank. Eerst wordt de methode besproken waarop de dataverzameling plaatsvond. Nadien worden enkele beschrijvende statistieken gegeven van de data uit de Bel-First databank. We sluiten hoofdstuk 3 af met het aantonen van het bestaan van 'zero-leverage' voor Belgische KMO's op twee verschillende manieren. Wanneer we schulden definiëren als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar, dan blijkt maar liefst 67,03% van de KMO's in 2014 een 'zero-leverage' onderneming te zijn. Wanneer we schulden definiëren als financiële schulden op meer dan één jaar, dan blijkt 35,87% van de Belgische KMO's geen gebruik te maken van financiële schulden.

In hoofdstuk 4 wordt de vraag gesteld of het vóórkomen van 'zero-leverage' over de jaren heen een bepaalde evolutie heeft doorstaan. We verwachten een positieve evolutie in het vóórkomen van 'zero-leverage' door de recente financiële crisis en door de invoer van de notionele intrestaftrek. Uit het empirisch onderzoek blijkt dat gedurende de periode 2006 tot en met 2014 het aantal Belgische 'zero-leverage' KMO's gelijkmatig is toegenomen. In hoofdstuk 5 gaan we de consistentie in het vóórkomen van 'zero-leverage' per KMO nagaan. Het is belangrijk om te weten

of een KMO er bewust voor kiest om enkele jaren op rij geen schulden aan te gaan of dat 'zero-leverage' eerder een korte termijn verschijnsel is. Op basis van beide definities van schulden kunnen we vaststellen dat er een bepaalde mate van consistentie op te merken valt in het vóórkomen van 'zero-leverage' bij Belgische KMO's.

De consistentie in het vóórkomen van 'zero-leverage' kan twee oorzaken hebben. Ofwel kan de onderneming geen schulden aangaan omdat de financiële instellingen geen krediet willen toestaan aan de onderneming, ofwel is het een bewuste keuze van de onderneming om geen schulden aan te gaan. Om het onderscheid te maken tussen voorgaande oorzaken worden de motieven van KMO's om geen schuldfinanciering aan te gaan, opgedeeld in aanbod- en vraagfactoren. In hoofdstuk 6 bespreken we uitgebreid de mogelijke aanbod- en vraagfactoren en stellen we vanuit de onderzochte literatuur hypothesen op voor deze factoren. In hoofdstuk 7 wordt de data geselecteerd en bekijken we enkele beschrijvende statistieken voor de geselecteerde data. In hoofdstuk 8 bespreken we de resultaten van het empirisch onderzoek.

We veronderstellen dat vier aanbodfactoren een invloed zullen hebben op het vóórkomen van 'zero-leverage': de leeftijd van de KMO, de bedrijfsgrootte, het bezit van onderpand in een KMO en het bedrijfsrisico van een KMO. Voor de relatie tussen het bezitten van onderpand in een KMO en het vóórkomen van 'zero-leverage' vinden we, overeenstemmend met de hypothese, een negatief verband terug. Een bedrijf dat veel vaste activa bezit, heeft minder kans om een 'zero-leverage' onderneming te zijn. Tussen het bedrijfsrisico van een KMO en het vóórkomen van 'zero-leverage' wordt een positief verband verwacht. We kunnen dit positief verband slechts gedeeltelijk bevestigen. Voor de twee andere aanbodfactoren vinden we geen significant verband terug. De financiële crisis beschouwen we als een modererende variabele op de relaties tussen de aanbodfactoren en het vóórkomen van 'zero-leverage'. De financiële crisis lijkt een verzwakkend effect te hebben op de negatieve relatie tussen het onderpand van een KMO en het vóórkomen van 'zero-leverage' bij die KMO. Bovendien lijkt de financiële crisis een versterkend effect te hebben op de positieve relatie tussen het bedrijfsrisico en het vóórkomen van 'zero-leverage'.

Bij de vraagfactoren onderscheiden we twee factoren die mogelijk een verband hebben met het vóórkomen van 'zero-leverage': 'managerial entrenchment' en familiebedrijven. Voor 'managerial entrenchment' verwachten we een positief verband tussen het aandeelhouderschap van de CEO en het vóórkomen van 'zero-leverage'. We kunnen echter geen significant verband aantonen. Voor de vraagfactor 'familiebedrijf' verwachten we dat 'zero-leverage' meer zal vóórkomen bij familiaal gecontroleerde KMO's. Uit de empirische resultaten blijkt echter dat er een negatieve relatie bestaat tussen een familiebedrijf en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Familiebedrijven komen dus minder vaak in aanraking met 'zero-leverage'.

De cashflow van een onderneming kan ook beschouwd worden als een 'zero-leverage' motief. We kunnen deze factor echter niet toewijzen aan de aanbod- of vraagfactoren aangezien de cashflow zowel een aanbodfactor als een vraagfactor kan zijn. We verwachten een negatief verband tussen de cashflow in een KMO en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Uit de empirische resultaten blijkt dat we het negatieve verwachte verband slechts gedeeltelijk kunnen verwerpen. We kunnen een

gedeeltelijk positief verband aantonen tussen de cashflow in een onderneming en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Tot slot worden in hoofdstuk 9 de conclusies, beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek geformuleerd.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	1
Samenvatting.....	3
Inhoudsopgave	7
Lijst met figuren.....	9
Lijst met tabellen	11
Hoofdstuk 1: Inleiding	13
1.1. Probleemstelling	13
1.2. Onderzoeksvragen	15
1.3. Onderzoeksopzet	16
Hoofdstuk 2: De theorie van de kapitaalstructuur	19
2.1. Algemeen.....	19
2.2. ‘Pecking Order Theory’	19
2.3. ‘Trade-off Theory’	21
2.4. ‘Agency Theory’	23
Hoofdstuk 3: ‘Zero-leverage’ bedrijven	25
3.1. Het bestaan van ‘zero-leverage’ bedrijven.....	25
3.2. Kleine en middelgrote ondernemingen.....	26
3.3. Dataverzameling	27
3.4. Beschrijvende statistieken.....	29
3.5. Empirisch onderzoek: Het bestaan van ‘zero-leverage’	34
Hoofdstuk 4: Evolutie van ‘zero-leverage’	37
4.1. Empirisch onderzoek: Evolutie van het aantal ‘zero-leverage’ KMO’s doorheen de tijd.....	37
4.2. Evolutie van het aantal ‘zero-leverage’ KMO’s doorheen de tijd	39
Hoofdstuk 5: Consistentie van ‘zero-leverage’	43
5.1. Consistentie in de ‘zero-leverage’ beslissing	43
5.2. Empirisch onderzoek: Consistentie in de ‘zero-leverage’ beslissing bij Belgische KMO’s.....	44
Hoofdstuk 6: Motieven van KMO’s om geen schuldfinanciering aan te gaan	47
6.1. Aanbodfactoren	47
6.2. Vraagfactoren	53
6.2.1. ‘Entrenched managers’	53
6.2.2. Familiebedrijven.....	55
6.3 De cashflow van de onderneming.....	56

6.4. Conceptueel model	58
Hoofdstuk 7: Onderzoeksopzet	59
7.1. Dataverzameling	59
7.2. Meten van variabelen.....	59
7.3. Uitschieters.....	64
7.4. Beschrijvende statistiek.....	65
7.4.1. Aanbodfactoren	66
7.4.2. Vraagfactoren.....	68
7.5. Multicollineariteit.....	69
Hoofdstuk 8: Empirisch onderzoek.....	73
8.1. Regressieanalyse	73
8.2. Bespreking hypothese 1	75
8.2.1. Hypothese 1a	75
8.2.2. Hypothese 1b	76
8.2.3. Hypothese 1c.....	76
8.2.4. Hypothese 1d	77
8.3. Bespreking hypothese 2	78
8.4. Bespreking hypothese 3	80
8.5. Bespreking hypothese 4	81
8.6. Bespreking hypothese 5	83
Hoofdstuk 9: Conclusie.....	85
9.1. Literatuurstudie en empirisch onderzoek	85
9.2. Beperkingen in het onderzoek.....	88
9.3. Aanbevelingen voor verder onderzoek	89
Lijst van geraadpleegde werken	91
Bijlagen	97
Bijlage 1: Boxplot voor het aandeelhouderschap van de CEO	97
Bijlage 2: Boxplot voor de cashflow in 2014.....	98
Bijlage 3: Boxplot voor het natuurlijk logaritme van de leeftijd van de onderneming.....	99
Bijlage 4: Boxplot voor het natuurlijk logaritme van het balanstotaal van 2014	100
Bijlage 5: Boxplot voor het natuurlijk logaritme van de vaste activa in 2014	101
Bijlage 6: Boxplot voor het natuurlijk logaritme van de variatiecoëfficiënt van de cashflow	102

Lijst met figuren

Figuur 1: Beschrijvende statistiek voor het aantal personeelsleden bij 'zero-leverage' bedrijven	31
Figuur 2: Beschrijvende statistiek voor het aantal personeelsleden bij 'leverage' bedrijven	32
Figuur 3: Beschrijvende statistiek voor de leeftijd van 'zero-leverage' bedrijven.....	33
Figuur 4: Beschrijvende statistiek voor de leeftijd van 'leverage' bedrijven.....	33
Figuur 5: De evolutie van 'zero-leverage' waarbij schulden gedefinieerd worden als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar.....	38
Figuur 6: De evolutie van 'zero-leverage' waarbij schulden gedefinieerd worden als financiële schulden op meer dan één jaar.....	38
Figuur 7: De verdeling van het balanstotaal in 2014 (links) en de verdeling van het natuurlijk logaritme van het balanstotaal in 2014 (rechts)	61
Figuur 8: De verdeling van de vaste activa in 2014 (links) en de verdeling van het natuurlijk logaritme van de vaste activa in 2014 (rechts).....	61
Figuur 9: De verdeling van de variatiecoëfficiënt van de cashflow (links) en de verdeling van het natuurlijk logaritme van de variatiecoëfficiënt van de cashflow (rechts)	62
Figuur 10: Frequentiehistogram voor het aandeelhouderschap van de CEO	69

Lijst met tabellen

Tabel 1: Beschrijvende statistiek voor 'zero-leverage' bedrijven	30
Tabel 2: Beschrijvende statistiek voor 'leverage' bedrijven	31
Tabel 3: 'Zero-leverage' cijfers voor 2014	35
Tabel 4: Consistentie in de 'zero-leverage' beslissing.....	45
Tabel 5: Frequentietabel van de afhankelijke variabele	65
Tabel 6: Beschrijvende statistiek voor de onafhankelijke aanbodvariabelen	66
Tabel 7: Beschrijvende statistiek met t-test voor de onafhankelijke aanbodvariabelen	68
Tabel 8: Correlatiematrix	77
Tabel 9: VIF-waarden	72
Tabel 10: Regressietabel model 1 en 2	74
Tabel 11: Regressietabel model 3 en 4	75
Tabel 12: Regressietabel model 5	83

Hoofdstuk 1: Inleiding

1.1. Probleemstelling

Uit een onderzoek van Strebulaev en Yang (2013) blijkt dat in de Verenigde Staten tussen 1962 en 2009 gemiddeld 10,2% van de publieke, niet-financiële ondernemingen vrij van schulden waren. Hiernaast blijkt uit het maandelijks verslag van de Europese Centrale Bank (European Commission, 2015) dat bedrijven zonder schulden een aanhoudend fenomeen zijn in de Europese Unie. De cijfers die we terugvinden over bedrijven die geen schulden aangaan, hebben betrekking op publieke en grote ondernemingen. De laatste jaren werd er uitvoerig onderzoek verricht naar beslissingen die KMO's namen in verband met de mate van schulden (Ramalho & Da Silva, 2009). Er is daarentegen geen recent onderzoek terug te vinden naar het vóórkomen van 'zero-leverage' bij KMO's. In deze masterproef zullen we onderzoek uitvoeren naar het vóórkomen van 'zero-leverage' bij KMO's en bekijken we bovendien de motieven van Belgische KMO's om geen schuldfinanciering aan te gaan.

Met schulden bedoelen we niet het totale niveau aan schulden dat op de balans van de onderneming vóórkomt. 'Leverage' of schulden worden in de literatuur vaak verschillend beschreven. Met schulden kan het totaal aan schulden worden bedoeld, zowel op korte als op lange termijn. Hierin zitten dan niet alleen de schulden vervat die een onderneming aangaat bij een financiële instelling, maar ook de handelsschulden, te betalen wissels, belastingschulden... Deze niet-financiële schulden kunnen eveneens een belangrijk aandeel uitmaken van de totale verplichtingen van een onderneming (Devos, Dhillon, Jagannathan & Krishnamurthy, 2012; Strebulaev & Yang, 2013). Aangezien het de bedoeling is om de kapitaalstructuur van Belgische KMO's te onderzoeken, zal er in deze masterproef gefocust worden op de lange termijn schulden bij kredietinstellingen (rekeningnummer 173) en de lange termijn financiële schulden (rekeningnummer 1704). We kiezen voor de engere omschrijving van het begrip schulden, omdat we niet geïnteresseerd zijn in de korte termijn financieringsmiddelen die de onderneming ter beschikking heeft voor het financieren van het werkkapitaal. We zijn echter wel op zoek naar de lange termijn financieringsbeslissing waar de onderneming bewust voor kiest.

In deze masterproef gaan we niet in op de 'Low-leverage puzzle', waarin wordt onderzocht waarom bedrijven minder schulden aangaan dan optimaal werd geacht volgens de kapitaalstructuurtheorie. Dit is echter nog een andere problematiek die reeds grondig werd onderzocht in de literatuur (Goldstein, Nengjiu & Leland, 2001; Graham, 2000; Jensen & Meckling, 1976). In deze masterproef is het de bedoeling om te focussen op het verschil tussen bedrijven die helemaal geen schulden aangaan ('zero-leverage bedrijven') en bedrijven die wel schulden aangaan. Maar er bestaat weldegelijk een link tussen deze twee onderzoeksgebieden. In het extreme geval waarin bedrijven een stimulans ervaren om weinig schulden aan te gaan, zullen zij uiteindelijk terechtkomen in een situatie zonder schulden. De motieven die bedrijven aanzetten tot het aangaan van weinig schulden zullen mogelijk ook van toepassing zijn op bedrijven die werken zonder enige schulden.

Er is reeds onderzoek verricht naar de redenen waarom Amerikaanse publieke ondernemingen geen schulden aangaan (Devos et al., 2012; Strebulaev & Yang, 2013). Er bestaat echter een aanzienlijk verschil tussen het Belgisch economisch systeem en het Amerikaans economisch systeem. Het Amerikaans economisch systeem is marktgeoriënteerd en Amerikaanse bedrijven financieren dan ook vaak met obligaties en andere effecten. Het Europees economisch systeem en meer specifiek het Belgisch economisch systeem is daarentegen bankgeoriënteerd en Belgische bedrijven financieren dan ook vaak met bankkredieten (Ergungor, 2004). We benadrukken hier alvast dat we specifiek willen onderzoeken waarom Belgische bedrijven geen schulden aangaan.

Kleine en middelgrote ondernemingen (KMO's) vertegenwoordigen 99% van alle bedrijven in de EU en zijn verantwoordelijk voor 85% van de werkgelegenheidsgroei (De Kok, Vroonhof, Verhoeven, Timmermans, Kwaak, Sniijders & Westhof, 2011). KMO's in België creëren 69,3% van de totale tewerkstelling en 61,4% van de totale toegevoegde waarde (UNIZO, 2015). Dat KMO's belangrijk zijn voor de Belgische economie valt dan ook niet te ontkennen. We kiezen ervoor om onze studie toe te spitsen op Belgische KMO's.

Eenzijds is het volgens verschillende kapitaalstructuurmodellen voor een bedrijf voordelig om een bepaald niveau van schulden aan te gaan. Financiering met schulden heeft in vergelijking met financiering via eigen vermogen het voordeel dat de intresten op deze schulden kunnen ingebracht worden als een kost in de boekhouding (Graham, 2000; Miller, 1977). Een kost doet het bedrijfsresultaat dalen waardoor er minder bedrijfsbelastingen moeten worden betaald. Anderzijds ervaren aandeelhouders ook nadelen bij het aangaan van extra schuldfinanciering. Er ontstaat een groter risico op een faillissement van de onderneming wanneer de onderneming zijn schulden en de bijhorende intrestkosten niet kan terugbetalen. Een faillissement zal heel wat directe en indirecte kosten met zich meebrengen. Het balanceren van deze faillissementskosten ten opzichte van het belastingvoordeel van schulden, zal leiden tot een optimale kapitaalstructuur (Miller, 1977).

Ondanks het feit dat financiering met schulden tot een bepaald niveau voordelig lijkt te zijn, blijkt toch dat heel wat bedrijven ervoor kiezen om geen of weinig schulden aan te gaan (Strebulaev & Yang, 2013). De motieven die bedrijven vooropstellen om geen schulden aan te gaan, kunnen we opsplitsen in aanbod- en vraagfactoren. Aanbodfactoren zijn redenen om geen schulden aan te gaan die voortkomen vanuit de aanbodzijde van de schuldfinancieringsmarkt. Bedrijven die geen schulden aangaan omwille van de aanbodfactoren, noemen we ook wel financieel beperkte bedrijven. Vaak zijn het kleine en jonge bedrijven die geen schulden hebben (Bessler, Drobetz, Haller & Meier, 2013; Hadlock & Pierce, 2010). Zij hebben onvoldoende activa dat kan dienen als onderpand voor een krediet en ze bestaan nog niet lang genoeg om als voldoende kredietwaardig gezien te worden door financiële instellingen (Benmelech & Bergman, 2009; Diamond, 1989). We verwachten dan ook dat KMO's een belangrijk aandeel zullen uitmaken van de 'zero-leverage' bedrijven. Vraagfactoren daarentegen hebben betrekking op de intrinsieke voorkeur van bedrijven om geen schulden aan te gaan. Zij hebben wel toegang tot de schuldfinancieringsmarkt, maar kiezen er voor om toch geen schulden aan te gaan (Bessler et al., 2013).

Uit het onderzoek van Strebulaev en Yang (2013) blijkt dat Amerikaanse 'zero-leverage' bedrijven gemiddeld in 61% van de gevallen geen schulden zullen aangaan in het daaropvolgende jaar, 30% in de komende 5 jaren, 15% in de komende 10 jaren en 5% in de komende 20 jaren. Bedrijven die dus momenteel geen schulden hebben, zullen vaak deze beslissing proberen door te trekken naar de toekomst. In deze masterproef gaan we ook nagaan of Belgische 'zero-leverage' bedrijven consistent geen schulden aangaan.

Ondanks dat 'zero-leverage' bedrijven een internationaal fenomeen blijken te zijn, bestaan er duidelijke verschillen in het aantal 'zero-leverage' bedrijven tussen verschillende landen (Bessler et al., 2013). Fan, Titman en Twite (2012) tonen aan dat de nationale wetgeving een groot deel van de variatie in schulden kan verklaren. Het is daarom belangrijk om in België een onderzoek uit te voeren naar het percentage, de motieven en de evolutie van 'zero-leverage' bedrijven. Met deze masterproef willen we nieuwe inzichten verwerven in het fenomeen van bedrijven die geen gebruik maken van schuldfinanciering, door een empirische analyse van Belgische KMO's.

1.2. Onderzoeksvragen

De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt: *"Wat drijft Belgische KMO's tot 'zero-leverage' en bestaat er een evolutie en consistentie in het vóórkomen van 'zero-leverage'?"*

Dat 'zero-leverage' aanwezig is bij publieke niet-beursgenoteerde ondernemingen in de VS, werd reeds aangetoond door het onderzoek van Strebulaev en Yang (2013). Uit een verslag van de Europese Centrale Bank blijkt eveneens dat in de Europese Unie er heel wat bedrijven zijn die geen schulden aanhouden bij hun bank (European Commission, 2015). Wij willen echter onderzoeken of 'zero-leverage' ook aanwezig is in België en meer specifiek bij Belgische KMO's.

Deelvraag 1: "In welke mate komt 'zero-leverage' voor bij Belgische KMO's?"

Nadat we hebben kunnen aantonen dat 'zero-leverage' aanwezig is bij Belgische KMO's, gaan we verder onderzoeken of er een bepaalde evolutie op te merken valt in het aantal 'zero-leverage' KMO's over de jaren heen. Op deze manier willen we nagaan of Belgische KMO's over de jaren heen een verschil in stimulansen hebben ervaren, om geen schulden aan te gaan bij hun bank.

Deelvraag 2: "Wat is de evolutie in het vóórkomen van 'zero-leverage' bij Belgische KMO's?"

Om een goede verklaring te kunnen geven voor een mogelijke evolutie in het aantal 'zero-leverage' KMO's, zullen we rekening houden met de invoer van de notionele intrestaftrek en met de recente financiële crisis.

We willen bovendien onderzoeken of de keuze voor het niet aanhouden van schulden een aanhoudend fenomeen is. Het kan namelijk ook zijn dat bedrijven toevallig in een bepaald jaar geen schulden hebben omdat hun vorig krediet juist is verlopen of omdat er zich momenteel geen goede investeringsopportuniteiten voordoen. We willen nagaan voor 'zero-leverage' bedrijven of er een consistent patroon bestaat in hun financiële schuldgraad.

Deelvraag 3: "Is 'zero-leverage', doorheen de jaren, een consistent gegeven bij Belgische KMO's?"

Uit voorgaand onderzoek blijkt immers dat er een duidelijk verschil bestaat tussen 'zero-leverage' bedrijven en controlebedrijven omtrent de kans op het aangaan van schulden in de komende jaren. Bedrijven die momenteel geen schulden hebben, zullen vaak deze beslissing proberen door te trekken naar volgende jaren (Strebulaev & Yang, 2013).

Uit de probleemstelling blijkt dat het bestaan van 'zero-leverage' bedrijven een internationaal fenomeen is, maar dat er wel duidelijke verschillen bestaan in het aantal 'zero-leverage' bedrijven tussen de verschillende landen (Bessler et al., 2013). De motieven waarom bedrijven geen schuldfinanciering wensen aan te gaan, kunnen ook sterk verschillen (Dang, 2013; Devos et al., 2012; Graham, 2000; Strebulaev & Yang, 2013). We zullen daarom in dit onderzoek nagaan welke motieven Belgische KMO's vooropstellen om schuldenvrij te blijven.

Deelvraag 4: "Wat zijn de motieven van Belgische KMO's om geen schuldfinanciering aan te gaan?"

We kunnen de redenen waarom ondernemingen geen schulden aangaan, opsplitsen in aanbod- en vraagfactoren. Aanbodfactoren zijn motieven die voortkomen vanuit de aanbodzijde van de schuldfinancieringsmarkt. Het gaat hier om financiële beperkingen opgelegd door financiële instanties. We bekijken ook de invloed die de recente financiële crisis heeft gehad op de relatie tussen de aanbodfactoren en 'zero-leverage'. Vraagfactoren hebben daarentegen betrekking op de intrinsieke voorkeur van bedrijven om geen schulden aan te gaan (Bessler et al., 2013). 'Entrenched managers' en familiebedrijven zijn twee vraagfactoren die we verder zullen onderzoeken.

Om een antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag worden er doorheen deze masterproef antwoorden gezocht op bovenstaande deelvragen. De antwoorden op de deelvragen dienen om een conclusie te vormen voor de centrale onderzoeksvraag.

1.3. Onderzoekopzet

Om een inzicht te krijgen rond het topic van 'zero-leverage' bedrijven werd er eerst een literatuurstudie uitgevoerd. Voor deze literatuurstudie werd gebruik gemaakt van zowel EBSCOhost

als Google Scholar. EBSCOhost en Google Scholar zijn geïntegreerde zoeksystemen die het mogelijk maken om verschillende databanken tegelijk te doorzoeken.

Het zoeken naar wetenschappelijke artikels gebeurde via sleutelwoorden zoals 'zero-leverage', 'unlevered', 'SME' en 'leverage'. Op basis van de gevonden wetenschappelijke artikels werd er verder gezocht naar andere relevante wetenschappelijke artikels. Er werd telkens de optie 'Peer Reviewed Journals' aangevinkt zodat we er zeker van zijn dat de wetenschappelijke artikels van academici en professionals werden nagekeken en goedgekeurd door andere experts.

Vanuit de onderzoeksvraag en deelvragen werden onderzoekshypothesen opgesteld en deze werden empirisch getest op basis van de Bel-First databank. Deze databank bevat uitgebreide informatie over Belgische en Luxemburgse bedrijven. Wij zullen enkel informatie omtrent Belgische bedrijven gebruiken, aangezien we specifiek 'zero-leverage' in Belgische ondernemingen willen onderzoeken. De Bel-First databank bevat de financiële staten van Belgische bedrijven van de afgelopen 10 jaar. Hiernaast bevat de Bel-First databank ook nog financiële ratio's, sociale balansen, informatie omtrent de leden van de raad van bestuur, rapporten van auditoren, beursgegevens van beursgenoteerde ondernemingen, gegevens omtrent bedrijfsstructuren en aandeelhouders...

Onze populatie van bedrijven uit de Bel-First databank, bevat enkel KMO's en micro-ondernemingen. Om te bepalen of een Belgische onderneming een micro-, kleine of middelgrote onderneming is, hanteren we de Europese KMO-definitie. Een onderneming behoort tot de categorie van micro-, kleine of middelgrote ondernemingen wanneer ze maximaal 250 werknemers tewerkstelt en wanneer ze ofwel een jaarlijkse omzet heeft van maximaal 40 miljoen euro ofwel een balanstotaal heeft van maximaal 20 miljoen euro (Europese Unie, 2013; Snoeks, 2016). Hierna gebruiken we enkel nog de term KMO, terwijl we hiermee zowel de micro-, kleine als middelgrote ondernemingen bedoelen.

Hoofdstuk 2: De theorie van de kapitaalstructuur

2.1. Algemeen

De kapitaalstructuurtheorie maakt een belangrijk deel uit van het wetenschappelijk onderzoek in de bedrijfseconomische wereld. In deze kapitaalstructuurtheorie wordt er op zoek gegaan naar de optimale kapitaalstructuur van ondernemingen. Economen geloven in een optimale hoeveelheid van schulden en eigen vermogen, zodat de onderneming haar waarde kan maximaliseren. De optimale schuldgraad van een onderneming wordt voorgesteld als een functie van factoren zoals belastingen, groei, de grootte van het bedrijf, investeringsopportunities en liquiditeit (Graham, 2000).

Volgens de kapitaalstructuurtheorie is het voor een bedrijf voordelig om een bepaald niveau van schulden aan te gaan. Financiering met schulden heeft in vergelijking met financiering via eigen vermogen het voordeel dat de intresten op deze schulden kunnen ingebracht worden als een kost in de boekhouding (Graham, 2000; Miller, 1977). Een kost doet het bedrijfsresultaat dalen waardoor er minder bedrijfsbelastingen moeten worden betaald. Het voordeel van de intrestaftrek wordt berekend door de belastingvoet te vermenigvuldigen met de hoeveelheid schulden die het bedrijf heeft (Modigliani & Miller, 1963). Het voordeel van de intrestaftrek kan ook gemeten worden door het gebied onder de belastingvoordeelfunctie te meten (Graham, 2000). Bij financiering met eigen vermogen bestaat de vergoeding voor het ingebrachte kapitaal uit dividenden. Deze dividenden kunnen niet opgenomen worden in de resultatenrekening als een kost en zullen de bedrijfsbelasting dus niet beïnvloeden. Op het eerste zicht lijkt het dus goedkoper om te financieren met vreemd vermogen.

Er bestaan twee belangrijke theorieën die de financieringsbeslissingen van bedrijven al sinds lange tijd trachten te verklaren: de 'Pecking Order Theory' en de 'Trade-off Theory'. In de literatuur werd reeds grondig onderzoek verricht naar welke theorie het best de financieringsbeslissingen van bedrijven kan verklaren (Lemmon & Zender, 2010). Hieronder bespreken we uitvoerig beide theorieën en hun beperkingen. Daarna bespreken we ook nog de 'agency' problemen tussen de manager en de aandeelhouders, en de aandeelhouders en de schuldeisers.

2.2. 'Pecking Order Theory'

De 'Pecking Order Theory' bevestigt dat het voordeliger is voor een bedrijf om zich te financieren met vreemd vermogen dan met eigen vermogen. Volgens de 'Pecking Order Theory' zullen investeerders die niet genoeg afweten van de waarde van het bedrijf en zijn toekomstige groeiperspectieven, minder willen betalen voor een aandeel van het bedrijf. Daarom stelt de 'Pecking Order Theory' dat bedrijven ervoor kiezen om zich eerst intern te financieren met eigen middelen, hierna met schuldfinanciering en pas als laatste middel het uitgeven van aandelen (Myers, 1984). Schuldfinanciering heeft dus de voorkeur op financiering met eigen vermogen, tot

een bepaald niveau van schulden. Wanneer de schuldcapaciteit van de onderneming bereikt wordt, zal de onderneming haar solvabiliteitsratio sterk zien dalen en zal het te duur zijn om nog extra schulden aan te gaan.

De 'Pecking Order Theory' kon op heel wat weerstand rekenen van economen die aantoonde dat veel jonge en snelgroeiende bedrijven de voorkeur gaven aan financiering met eigen vermogen in plaats van schuldfinanciering. De 'Pecking Order Theory' leek daarom niet te veralgemenen naar alle bedrijven in de economie. Uit de studie van Lemmon en Zender (2010) blijkt daarentegen dat, wanneer we controleren voor de schuldcapaciteit van de onderneming, de 'Pecking Order Theory' weldegelijk te veralgemenen is. De resultaten uit de studie bevestigen dat bedrijven die op zoek zijn naar externe financieringsbronnen en die niet beperkt zijn door hun schuldcapaciteit, eerst gaan kiezen voor schuldfinanciering. De 'Pecking Order Theory' blijkt dus wel te stroken met financieringsstrategieën van ondernemingen die geen beperkte schuldcapaciteit hebben. Ondernemingen die daarentegen wel een beperkte schuldcapaciteit hebben, gaan zich sneller toespitsen op financiering met eigen vermogen.

Jonge, snelgroeiende bedrijven worden verwacht meer asymmetrische informatie te bezitten wat betreft hun activa dan grotere, meer volwassen bedrijven. Er is hier in dit geval sprake van asymmetrische informatie wanneer de onderneming zelf meer informatie heeft over de waarde van de activa in de onderneming dan de financiële instelling (Huyghebaert & Van Hulle, 2006). Door de asymmetrische informatie zullen KMO's te maken hebben met 'adverse selection' kosten. 'Adverse selection' verwijst naar het probleem waarbij een externe financier, in dit geval de bank, wordt geconfronteerd met een groep van bedrijven die nood hebben aan schuldfinanciering, maar waarbij de bank geen onderscheid kan maken tussen de goede en slechte bedrijven. Hierdoor zal de bank enkel willen financieren aan een hogere intrestkost, zodat de verliezen bij het toekennen van een krediet aan een slecht bedrijf worden gecompenseerd. Omdat de intrestkost verhoogt, zullen sommige goede bedrijven afhaken en zal de groep van bedrijven die schuldfinanciering aanvragen, verslechteren. Uiteindelijk zal de groep van bedrijven die nood hebben aan schuldfinanciering zo sterk verslechteren dat de bank geen schuldfinanciering meer toestaat (Hyytinen & Väänänen, 2006). De 'adverse selection' kosten bestaan dus uit de verhoogde intrestkosten en de moeilijkheden om een krediet te verkrijgen.

Terwijl jonge, snelgroeiende bedrijven meer te maken hebben met asymmetrische informatie met betrekking tot hun activa, kan er van deze bedrijven ook verwacht worden dat ze meer waardevolle groeimogelijkheden hebben met betrekking tot die activa. Hierdoor kunnen de 'adverse selection' kosten van jonge, snelgroeiende bedrijven lager uitvallen ondanks het hogere niveau aan asymmetrische informatie (Huyghebaert & Van Hulle, 2006).

2.3. 'Trade-off Theory'

Een tweede theorie die de financieringsbeslissingen van bedrijven tracht te verklaren is de 'Trade-off Theory'. De 'Trade-off Theory' voorspelt dat bedrijven optimale kapitaalstructuren hebben die de kosten en baten van schuldfinanciering balanceren.

Een eerste voordeel van schuldfinanciering heeft te maken met het belastingvoordeel van schuldfinanciering. Wanneer een bedrijf meer schulden aangaat, kan het de intrestkosten aftrekken van het belastbaar inkomen en moet het zo minder vennootschapsbelastingen betalen (Graham, 2000). Maar de Belgische belastingwetgeving zorgt ervoor dat er toch wel wat verschillen bestaan tussen bedrijven in de mate waarin zij het belastingvoordeel van schulden ervaren. Zo zullen bedrijven die een groot bedrag aan overgedragen verliezen op hun balans hebben staan, vaak minder gebruik maken van schulden. Het overgedragen verlies wordt immers meegenomen naar de volgende boekjaren. Als er in een later boekjaar terug winst wordt gemaakt, kan dit overgedragen verlies afgetrokken worden van de winst, zodat er weinig of geen belastingen moeten worden betaald (Devos et al., 2012).

Daarnaast zullen bedrijven ook een verschillend belastingvoordeel van schulden ervaren doordat er mogelijk een verschillend belastingpercentage wordt aangerekend op het belastbaar inkomen. Het normale tarief van de vennootschapsbelasting bedraagt 33,99% (inclusief de aanvullende crisisbijdrage). Dit tarief geldt echter enkel voor bedrijven met een belastbaar inkomen boven € 322 500. Voor bedrijven met een belastbaar inkomen onder € 322 500, bestaat er een verlaagd opklimmend tarief (Crabbé & De Bruyne, 2013). Het verlaagd opklimmend tarief zorgt ervoor dat ondernemingen met een beperkt belastbaar inkomen niet de volledige 33,99% aan vennootschapsbelasting moeten betalen, maar dat ze kunnen profiteren van een verlaagd tarief.

Een tweede voordeel van schuldfinanciering heeft te maken met de toegenomen controle die de schuldfinancier zal uitvoeren op het beheer van de geldmiddelen door het management. Het management zal sterker gecontroleerd worden wanneer ze moeten werken met geldmiddelen uit schulden dan met geldmiddelen uit de eigen onderneming. Managers zullen hierdoor aangemoedigd worden om enkel te investeren in projecten die in het belang zijn van de vennootschap en niet in hun eigen belang (Lemmon & Zender, 2010).

De kosten van schuldfinanciering bestaan uit faillissementskosten en 'agency' kosten. Wanneer een bedrijf veel schulden aangaat, is het risico op een faillissement groter. Faillissementskosten zijn alle kosten die gemaakt worden voor het afwikkelen van een faillissement, zoals bijvoorbeeld de vergoeding voor de curator. 'Agency' kosten van schulden ontstaan door de mogelijke verschillen in belangen tussen schuldfinanciers en het management. Managers beheren namelijk het geld van de schuldfinanciers. Er bestaat een kans dat het management andere dingen met het geld gaat doen dan oorspronkelijk overeengekomen is met de financiële instelling. Daarom zullen bankiers convenanten of beperkingen opleggen aan bedrijven (Lemmon & Zender, 2010). De theorie rond de 'agency' kosten zullen we verder in deel 2.4 uitgebreid bespreken.

De 'Trade-off Theory' beschrijft de kapitaalstructuur van een onderneming als een mix van financieringsmiddelen die ervoor zorgen dat de marginale kosten van schulden gelijk zijn aan de marginale baten van schulden (Lemmon & Zender, 2010). De manager van een bedrijf moet dus steeds de afweging maken tussen de kosten en de baten van extra schuldfinanciering. Wanneer bedrijven ervoor kiezen om geen schulden aan te gaan, zullen zij de kosten van extra schuldfinanciering hoger inschatten dan de baten van extra schuldfinanciering (Kestens, Cauwenberge & Christiaens, 2012). Een onderneming kan het bijvoorbeeld belangrijk vinden om zijn financiële flexibiliteit te behouden. Financiële flexibiliteit verwijst naar de mogelijkheid van een bedrijf om op een tijdige en waardemaximaliserende manier te reageren op onverwachte veranderingen in de cashflow of de investeringsopportuniteiten (Bessler et al., 2013). De meerderheid van de bedrijfsmanagers beschouwt de financiële flexibiliteit als één van meest belangrijke determinanten van hun beslissingen i.v.m. de kapitaalstructuur (Arslan-Ayaydin, Florackis & Ozkan, 2014). Bedrijven willen hun schulden spaarzaam gebruiken om hun financiële flexibiliteit te handhaven, om economische schokken op te vangen of om toekomstige overnames te financieren (Graham, 2000). De wens om de financiële flexibiliteit te behouden, kan ervoor zorgen dat de onderneming helemaal geen gebruik maakt van schuldfinanciering.

Het 'Trade-off' model kan bekeken worden als een statisch model, maar ook als een dynamisch model. Wanneer we het 'Trade-off' model beschouwen als een statisch model, dan zullen de kosten en baten van schuldfinanciering, zoals hiervoor besproken, ervoor zorgen dat het bedrijf zijn optimale kapitaalstructuur bereikt. Wanneer we echter de kapitaalstructuurtheorie vergelijken met empirische resultaten, blijkt dat veel bedrijven niet het optimale niveau aan schulden bezitten. Het dynamisch model van de 'Trade-off Theory' verklaart de afwijking in de empirische resultaten (Lemmon & Zender, 2010; Strebulaev, 2007). In het dynamisch model wordt de optimale kapitaalstructuur bekeken als een interval van een bepaald niveau aan schulden. Wanneer de eindpunten van het interval worden overschreden, zal de onderneming haar financieringsmix gaan herzien (Lemmon & Zender, 2010). In een dynamische economie zal de schuldgraad van bedrijven vaak afwijken van de optimale kapitaalstructuur omdat bedrijven hun schuldgraad slechts onregelmatig aanpassen. Bedrijven kunnen of willen hun kapitaalstructuur vaak pas aanpassen op het moment dat ze nood hebben aan herfinanciering. Omdat een empirische studie een momentopname is, zullen ondernemingen in de studie op dat moment in verschillende fasen zitten van hun herfinancieringsproces. Bovendien zullen bedrijven altijd verschillend reageren op een bepaalde stimulans door gebeurtenissen uit het verleden en vroegere financiële beslissingen (Strebulaev, 2007).

Over het algemeen kunnen we concluderen dat bedrijven een lager niveau aan schulden houden dan dat van hun verwacht wordt via verschillende kapitaalstructuurmodellen (Strebulaev & Yang, 2013). Dit onverwacht resultaat werd al vaak bestudeerd in de literatuur onder het begrip 'Low-leverage puzzle' (Goldstein et al., 2001; Graham, 2000; Jensen & Meckling, 1976).

2.4. 'Agency Theory'

De 'Agency Theory' is een theorie die de relatie verklaart tussen een agent en een principaal binnen de bedrijfscontext. Een 'agency'-relatie is een contract waarbij een principaal een agent inhuurt om een bepaalde dienst te presteren voor de doeleinden van de principaal. Deze dienst houdt ook in dat de principaal een bepaalde beslissingsbevoegdheid toekent aan de agent. Zowel de principaal als de agent zullen hun nut willen maximaliseren. Maar omdat de principaal bepaalde beslissingsbevoegdheden toekent aan de agent, zal de agent niet altijd in het belang van de principaal handelen, maar eerder in zijn eigenbelang (Jensen & Meckling, 1976).

'Agency' problemen kunnen op twee manieren ontstaan. Enerzijds ontstaan er problemen wanneer de wensen of doelen van de principaal en de agent verschillen. Als de principaal dan niet in staat is om te controleren wat de agent werkelijk aan het doen is, dan zal de agent geneigd zijn om zijn eigen doelen voorop te stellen en niet de doelen van de principaal. We spreken dan ook van asymmetrische informatie omdat de agent wel over volledige informatie beschikt wat betreft zijn doelen en handelen, maar de principaal slechts onvolledige informatie heeft. Anderzijds ontstaan er 'agency' problemen wanneer de principaal en de agent een verschillende mening hebben over de te nemen risico's in de onderneming. Wanneer de agent bijvoorbeeld meer risico's durft nemen dan dat de principaal wilt nemen, kan er een conflict ontstaan (Shapiro, 2005).

Er kan binnen de bedrijfscontext een 'agency' probleem ontstaan tussen twee verschillende bedrijfsrelaties. Een eerste 'agency' probleem heeft betrekking op het eigen vermogen van de onderneming. Wanneer het eigen vermogen van een onderneming volledig in handen is van de manager van die onderneming, zal deze eigenaar-manager beslissingen nemen die zijn nut maximaliseren. Deze beslissingen zullen zowel financiële als niet-financiële voordelen met zich meebrengen. Voorbeelden van niet-financiële voordelen zijn persoonlijke relaties met werknemers, producten aankopen bij een bevriende ondernemer, een extra grote computer... Als de eigenaar-manager aandelen gaat uitgeven aan buitenstaanders, dan zullen er 'agency' kosten ontstaan doordat zijn belangen afwijken van de belangen van de externe aandeelhouders. De manager zal namelijk nog steeds beslissingen gaan nemen die voor hem niet-financiële voordelen opleveren, maar hij zal slechts een deel van de kosten van deze niet-financiële voordelen dragen. Bovendien zal de manager een deel van de gegenereerde winst moeten afstaan aan de externe aandeelhouders. Dit zal de manager aanzetten om zichzelf meer bedrijfsmiddelen toe te kennen in de vorm van extralegale voordelen. De externe aandeelhouders ervaren dus 'agency' kosten doordat de manager van de onderneming geen beslissingen neemt die het nut van de externe aandeelhouders maximaliseert. De manager is hier de agent en de externe aandeelhouders zijn de principalen (Jensen & Meckling, 1976).

De externe aandeelhouders kunnen ervoor proberen te zorgen dat de belangen van de manager niet afwijken van hun eigen belangen. Op die manier zullen de aandeelhouders ervoor kunnen zorgen dat de manager het nut van de aandeelhouders maximaliseert. Om de belangen van de aandeelhouders en de manager te laten overeenstemmen, zullen er verschillende

controleactiviteiten worden ingevoerd. We denken hierbij aan een externe audit, interne controlesystemen, budgettaire beperkingen en het invoeren van een prestatiebeloningssysteem. Deze controleactiviteiten brengen 'agency' kosten met zich mee (Jensen & Meckling, 1976).

Een tweede 'agency' probleem heeft betrekking op de schulden van een onderneming. Wanneer een deel van de onderneming gefinancierd wordt met schulden, dan zullen de belangen van de schuldeisers in de onderneming mogelijk afwijken van de belangen van de aandeelhouders. Managers zullen vaak op zoek gaan naar risicovolle projecten die een extra rendement opbrengen voor de aandeelhouders. De schuldeisers zijn daarentegen eerder geïnteresseerd in minder risicovolle investeringen, die een vast rendement kunnen opbrengen voor de onderneming. De schuldeisers zullen daarom beperkingen willen opleggen aan het gebruik van liquide middelen in de onderneming, om het risico te verminderen (Jensen & Meckling, 1976; Lemmon & Zender, 2010).

Er bestaan drie soorten 'agency' kosten van schulden. Een eerste 'agency' kost heeft betrekking op de kosten die gepaard gaan met het opleggen van beperkingen of convenanten aan de onderneming. Een tweede 'agency' kost bestaat uit het verlies aan welvaart in de onderneming doordat managers hun investeringsbeslissingen gaan laten beïnvloeden door de aangegane schulden. Een derde groep van 'agency' kosten zijn kosten die gepaard gaan met een faillissement of reorganisatie van de onderneming (Jensen & Meckling, 1976). Om deze 'agency' kosten van schulden te vermijden, kunnen ondernemingen ervoor kiezen om met een beperkte hoeveelheid aan schulden te financieren of zelfs helemaal geen gebruik te maken van schuldfinanciering, wanneer de vermogenstoestand van de onderneming dit toelaat. Op die manier kan 'zero-leverage' ontstaan bij een onderneming.

Hoofdstuk 3: 'Zero-leverage' bedrijven

3.1. Het bestaan van 'zero-leverage' bedrijven

Er bestaat nog steeds geen model dat de 'low-leverage puzzle' perfect kan verklaren. Onderzoekers hebben daarom het onderzoeksgebied, van bedrijven die gebruik maken van te weinig schulden in vergelijking met de kapitaalstructuurtheorie, verlegd naar bedrijven die helemaal geen gebruik maken van schuldfinanciering. De 'low-leverage puzzle' wordt vervangen door de 'zero-leverage puzzle'. Het bestuderen van het gedrag van 'zero-leverage' bedrijven kan nieuw licht werpen op karakteristieken van 'low-leverage' bedrijven. Karakteristieken van 'low-leverage' bedrijven zullen vaak dominanter aanwezig zijn in 'zero-leverage' bedrijven en daarom makkelijker te identificeren (Strebulaev & Yang, 2013).

Uit verschillende wetenschappelijke onderzoeken kunnen we afleiden dat 'zero-leverage' bedrijven een prominente rol spelen in het economisch landschap. Devos et al. (2012) vinden in hun empirisch onderzoek dat maar liefst 18,6% van de Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen uit hun steekproef geen schulden hadden in hun kapitaalstructuur in 2008. Het aantal bedrijven dat geen schulden heeft gebruikt over drie opeenvolgende jaren bedraagt 11,3%. Strebulaev en Yang (2013) tonen aan dat 19,5% van de beursgenoteerde, Amerikaanse bedrijven in hun steekproef geen gebruik maakten van schulden in 2009. Dit groot aantal 'zero-leverage' bedrijven is niet enkel zichtbaar in de Verenigde Staten, maar ook in andere landen.

Bessler et al. (2013) tonen aan dat 'zero-leverage' bedrijven vóórkomen in landen met zowel 'civil law' als 'common law'. Landen die gebruik maken van een 'civil law' systeem, zoals België, Frankrijk en Duitsland leggen hun wetten vast in wetboeken. Landen die gebruik maken van een 'common law' systeem zoals de Verenigde Staten van Amerika, het Verenigd Koninkrijk en Canada baseren hun wetgeving op het gewoonterecht. Uit het onderzoek van Bessler et al. (2013) blijkt wel dat er duidelijke verschillen bestaan tussen het aantal 'zero-leverage' bedrijven in de 'common law' groep en de 'civil law' groep. Landen uit de 'civil law' groep hebben over het algemeen een lager percentage aan 'zero-leverage bedrijven'. De achterliggende reden is dat het 'common law' systeem meer bescherming biedt aan externe aandeelhouders dan het 'civil law' systeem. Doordat het 'common law' systeem meer bescherming biedt aan de externe aandeelhouders, zal er in landen met 'common law' meer gefinancierd worden met eigen vermogen en minder met schulden. In landen met 'common law' zal er dan ook meer sprake zijn van 'zero-leverage' dan in landen met 'civil law'. In het onderzoek van Bessler et al. (2013) wordt er op basis van alle beursgenoteerde, industriële bedrijven in een bepaald land nagegaan bij hoeveel van deze bedrijven er 'zero-leverage' vóórkomt. In België maken slechts 6,65% van het totaal aantal beursgenoteerde, industriële bedrijven geen gebruik van schuldfinanciering, terwijl dit cijfer in de Verenigde Staten veel hoger ligt met 18,34% (Bessler et al., 2013).

3.2. Kleine en middelgrote ondernemingen

Financiering van kleine en middelgrote ondernemingen (KMO's) wordt de laatste jaren meer en meer onderzocht in de wetenschappelijke literatuur. KMO's worden als uitermate belangrijk bevonden aangezien zij een groot deel van de economie uitmaken. Volgens het verslag van De Kok et al. (2011) vertegenwoordigen KMO's in Europa 99% van alle bedrijven. Statistieken van de Unie voor Zelfstandige Ondernemers (UNIZO, 2015) bevestigen dat KMO's ook in België een belangrijke rol vervullen, met een productie van 61,4% van de totale toegevoegde waarde. KMO's worden in deze statistieken van UNIZO gedefinieerd volgens de oude Europese KMO-definitie uit 2003.

Amerikaanse studies gebruiken in hun steekproeven vaak publieke, beursgenoteerde bedrijven om onderzoek te voeren naar 'zero-leverage' bedrijven (Bessler et al., 2013; Strebulaev & Yang, 2013). De motieven van beursgenoteerde bedrijven om schuldenvrij te blijven, kunnen mogelijk afwijken van de motieven van KMO's om schuldenvrij te blijven. Beursgenoteerde bedrijven zullen omwille van hun omvang en hun grotere transparantie ten opzichte van kredietmarkten ook sneller gebruik kunnen maken van bankfinanciering.

Aangezien het vaak kleine en jonge bedrijven zijn die geen gebruik maken van schuldfinanciering (Bessler et al., 2013; Hadlock & Pierce, 2010), verwachten we dat KMO's sterk vertegenwoordigd zullen zijn in de groep van 'zero-leverage' bedrijven. Zowel vanuit de aanbodzijde als de vraagzijde zijn er factoren die verklaren waarom KMO's vaak geen gebruik maken van schuldfinanciering. Enerzijds hebben KMO's vaak problemen om een krediet te verkrijgen omwille van asymmetrische informatie in de financieringsmarkt. Er is sprake van asymmetrische informatie wanneer de ene partij meer informatie heeft dan de andere partij. De bank zal in dit geval over minder informatie beschikken dan de KMO zelf. Wanneer een bank een krediet toekent aan een KMO, weet de bank niet wat de KMO met dat uitgeleende geld gaat doen. Doordat een bank onvoldoende informatie heeft over het project of over het bedrijf, zal de bank geen krediet toestaan (Wagenvoort, 2003). Wanneer een bedrijf voldoende waardevolle activa heeft dat als onderpand kan dienen voor het verkrijgen van een krediet, zal de bank eerder geneigd zijn om een krediet toe te kennen. Op dit vlak ervaren KMO's ook problemen, aangezien zij vaak over minder waardevolle activa beschikken dan grote ondernemingen (Benmelech & Bergman, 2009). Anderzijds hebben KMO's ook geen financiële schulden omwille van vraagfactoren. KMO's willen vaak geen schuldfinanciering aangaan omdat ze geen controle willen op hun beleid door externen, omdat ze onafhankelijk willen blijven of omdat ze hun continuïteit willen verzekeren (Arslan-Ayaydin et al., 2014; Strebulaev & Yang, 2013).

KMO's kunnen gedefinieerd worden op verschillende manieren. Vroeger werd een KMO vaak gedefinieerd op basis van de criteria die de Europese Commissie in 2003 heeft voorzien in haar aanbeveling nummer 361 (European Commission, 2015). Deze criteria werden echter op 1 januari 2016 herzien door de nieuwe Europese Jaarrekeningrichtlijn (richtlijn 2013/34/EU). De nieuwe richtlijn wijzigt lichtjes de criteria van de kleine vennootschappen en voorziet in een subcategorie

van microvennootschappen. Er wordt dus een onderscheid gemaakt tussen micro-, kleine of middelgrote ondernemingen.

Een micro-onderneming is een onderneming:

- met maximaal 10 werknemers;
- en ofwel een jaarlijkse omzet van maximaal 700 000 euro;
- ofwel een balanstotaal van maximaal 350 000 euro.

Een kleine onderneming is een onderneming:

- met maximaal 50 werknemers;
- en ofwel een jaarlijkse omzet van maximaal 9 miljoen euro;
- ofwel een balanstotaal van maximaal 4,5 miljoen euro.

Een middelgrote onderneming is een onderneming:

- met maximaal 250 werknemers;
- en ofwel een jaarlijkse omzet van maximaal 40 miljoen euro;
- ofwel een balanstotaal van maximaal 20 miljoen euro (Europese Unie, 2013; Snoeks, 2016).

Alle ondernemingen die voldoen aan de eisen van de groep van middelgrote ondernemingen behoren tot de groep van micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. Aan de hand van deze groep van micro-, kleine en middelgrote ondernemingen zullen wij 'zero-leverage' gaan bestuderen.

3.3. Dataverzameling

Om de nodige data te verzamelen over Belgische KMO's wordt er gebruik gemaakt van de Bel-First databank. Deze databank verzamelt informatie over Belgische en Luxemburgse bedrijven. In de databank vinden we zowel bedrijven met jaarrekeningverplichting als bedrijven zonder jaarrekeningverplichting terug. De informatie die beschikbaar is per bedrijf, is afhankelijk van de mate waarin het bedrijf verplicht is zijn informatie openbaar te maken en de mate waarin het bedrijf wenst zijn informatie openbaar te maken. We vinden informatie terug over de financiële gegevens tot tien jaar terug, financiële ratio's, sociale balansen, informatie omtrent de raad van bestuur, originele documenten zoals neergelegd bij de Nationale Bank van België...

Om het onderzoek te kunnen richten op Belgische KMO's, is het belangrijk dat we bepaalde criteria toepassen op de beschikbare data. Zo zullen we in een eerste stap enkel de Belgische ondernemingen selecteren. We filteren op de locatie van de ondernemingen en selecteren enkel de ondernemingen uit het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, het Vlaams Gewest en het Waals Gewest. In een tweede stap filteren we op de grootte van de ondernemingen. In dit onderzoek zullen wij ons richten op zowel micro-, kleine als middelgrote ondernemingen. Alle ondernemingen die

voldoen aan de maximumcriteria van de middelgrote ondernemingen behoren dus tot onze populatie. We filteren de ondernemingen op basis van de volgende criteria die we kunnen afleiden uit de Europese KMO-definitie (Europese Unie, 2013; Snoeks, 2016):

- Maximum 250 werknemers
- Jaarlijkse omzet van maximaal 40 miljoen euro of een balanstotaal van maximaal 20 miljoen euro.

In een derde stap filteren we de gegevens op basis van de jaartallen. In de Bel-First databank zijn er financiële cijfers beschikbaar van de tien laatste jaren. We vinden dus cijfers terug voor de jaren 2006 tot en met 2015. Wanneer we echter deze cijfers bekijken, zien we dat voor het jaar 2015 nog niet alle gegevens beschikbaar zijn. Daarom kiezen we ervoor om gegevens te gebruiken van 2006 tot en met 2014.

In een vierde en laatste stap filteren we de ondernemingen op basis van het statuut. We willen dat onze populatie enkel actieve ondernemingen bevat. Niet-actieve ondernemingen die in een juridische overgangperiode zitten of die reeds hebben opgehouden te bestaan, zullen mogelijk een vertekend beeld geven wanneer we de schulden van deze ondernemingen gaan bekijken.

Nadat we de verschillende criteria hebben toegepast op de beschikbare gegevens in de Bel-First databank, bekomen we een populatie van 69 038 ondernemingen. We hebben het hier over onze totale populatie van Belgische micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. Nadien kunnen we deze populatie nog verder opsplitsen in enerzijds micro-ondernemingen en anderzijds kleine en middelgrote ondernemingen om het vóórkomen van 'zero-leverage' te bestuderen voor deze deelpopulaties. De totale populatie bestaat uit 13 239 micro-ondernemingen en 55 799 kleine en middelgrote ondernemingen.

We moeten wel opmerken dat het toepassen van de Europese KMO-definitie op de Bel-First databank niet volledig correct kan verlopen. Het probleem situeert zich bij de kleine en micro-ondernemingen die volgens de criteria voor kleine ondernemingen in artikel 15 §1 van het Wetboek van Vennootschappen hun jaarrekening mogen opstellen volgens het verkort schema. In het verkort schema moet geen melding gemaakt worden van de omzet, maar enkel van de brutomarge. De brutomarge is het verschil tussen de verkopen en de kosten van de producten, diensten en diverse goederen. Doordat de omzet niet gegeven is bij deze kleine en micro-ondernemingen, kunnen we niet nagaan of aan het tweede criterium van de Europese KMO-definitie is voldaan. Er wordt voor deze ondernemingen met een verkort schema dan ook enkel gecontroleerd of zij aan de andere twee criteria voldoen. Maar aangezien deze ondernemingen een verkort schema mogen opmaken, zullen zij waarschijnlijk niet de KMO-criteria overschrijden.

Bij het analyseren van de gegevens blijkt dat voor heel wat ondernemingen geen gegevens beschikbaar zijn bij de rubriek schulden op meer dan één jaar bij kredietinstellingen (rekeningnummer 173). Om toch een getrouw beeld te kunnen geven van de mate van 'zero-leverage' op basis van de schulden op meer dan één jaar bij kredietinstellingen, worden ondernemingen die geen gegevens bij deze balanspost vermelden uit de populatie gefilterd.

Hierdoor daalt de populatie van 69 038 ondernemingen naar 7 219 ondernemingen. Als robuustheidstest gaan we schulden toch nog op een andere manier meten. We kunnen schulden ook definiëren als financiële schulden op meer dan één jaar (rekeningnummer 1704). Deze financiële schulden bevatten naast de schulden op meer dan één jaar bij kredietinstellingen (rekeningnummer 173) ook nog achtergestelde leningen, niet-achtergestelde obligatieleningen en overige leningen op meer dan één jaar. Voor deze rubriek van financiële schulden zijn er wel gegevens beschikbaar voor de oorspronkelijke populatie van 69 038 ondernemingen. Op deze manier kunnen we aan de hand van de totale populatie testen of de resultaten die we trekken uit de kleinere steekproef bevestigd worden of niet.

Om de eerste drie deelvragen te beantwoorden zullen we enkel gebruik maken van berekeningen in Excel. Voor de vierde deelvraag zullen we de gegevens importeren in het statistisch computerprogramma SPSS en hier de nodige regressieanalyses op uitvoeren.

3.4. Beschrijvende statistieken

Op de gegevens die we uit de Bel-First databank halen, voeren we enkele statistische analyses uit. We willen hiermee op zoek gaan naar de algemene kenmerken van 'zero-leverage' KMO's. We maken gebruik van 7 219 ondernemingen waarvoor gegevens beschikbaar zijn bij de schulden op meer dan één jaar bij kredietinstellingen. Deze ondernemingen gaan we opsplitsen in twee groepen: 'zero-leverage' bedrijven en 'leverage' bedrijven. 'Zero-leverage' bedrijven zijn bedrijven die in de periode 2006 tot en met 2014 geen gebruik hebben gemaakt van schulden op meer dan één jaar bij kredietinstellingen. 'Leverage' bedrijven zijn daarentegen bedrijven die in de periode 2006 tot en met 2014 wel gebruik hebben gemaakt van schulden op meer dan één jaar bij kredietinstellingen. Deze twee groepen bevatten ieder ongeveer hetzelfde aantal ondernemingen.

We bekijken vier algemene cijfers die ons een beeld kunnen geven van mogelijke verschillen tussen 'zero-leverage' bedrijven en 'leverage' bedrijven: het aantal personeelsleden, de leeftijd van de onderneming, de totale activa van de onderneming in 2014 en de omzet in 2014. Er moet wel opgemerkt worden dat de populatie van 7 219 ondernemingen niet werd uitgezuiverd voor eventuele uitschieters. Het is niet nodig om de uitschieters te verwijderen aangezien we geen regressieanalyses gaan uitvoeren voor deze gegevens. We zullen de populatiegegevens enkel gebruiken om het vóórkomen, de evolutie en de consistentie van 'zero-leverage' te onderzoeken. Voor de beschrijvende statistieken zijn er dus wel mogelijk nog extreme waarden aanwezig in de dataset. We zullen daarom meer de nadruk leggen op de mediaan in plaats van het gemiddelde, aangezien de mediaan minder gevoelig is voor uitschieters.

Het cijfer voor het aantal personeelsleden geeft het aantal personeelsleden weer dat werkend is binnen de onderneming in het laatst gerapporteerd jaar. We zien dat bij de 'zero-leverage' bedrijven in tabel 1, de mediaan van het aantal personeelsleden 20 bedraagt. Bij de 'leverage' bedrijven in tabel 2 ligt dit cijfer een stuk hoger met 33 personeelsleden. In tabel 1 zien we ook dat

75% van de 'zero-leverage' bedrijven maximaal 46 personeelsleden hebben, terwijl we in tabel 2 zien dat 75% van de 'leverage' bedrijven maximaal 65 personeelsleden hebben. Om na te gaan of deze waargenomen verschillen ook effectief significant zijn, voeren we een t-test uit voor twee onafhankelijke steekproeven. Omdat beide steekproeven meer dan 30 cases bevatten kunnen we een parametrische t-test uitvoeren. Als nulhypothese stellen we dat het gemiddelde van het aantal personeelsleden bij de 'zero-leverage' bedrijven gelijk is aan het gemiddelde van het aantal personeelsleden bij de 'leverage' bedrijven. Uit de t-test blijkt dat de tweezijdige overschrijdingskans duidelijk kleiner is dan het significantieniveau van 5%. Dit betekent dat we de nulhypothese kunnen verwerpen. 'Zero-leverage' bedrijven hebben dus over het algemeen minder personeelsleden in dienst dan 'leverage' bedrijven.

De 'skewness' geeft de mate meer waarin de verdeling asymmetrisch is. We zien bij zowel de 'zero-leverage' bedrijven in tabel 1 als bij de 'leverage' bedrijven in tabel 2 dat de 'skewness' voor het aantal personeelsleden positief is en groter dan één, wat erop wijst dat de verdeling rechtsscheef is. Deze rechtsscheve verdeling is ook te zien in figuur 1 en figuur 2. Een rechtsscheve verdeling wijst erop dat de verdeling aan de rechterkant een langere staart heeft en dat de meeste bedrijven zich aan de linkerkant van de figuur bevinden. Dit betekent dat de meeste bedrijven een relatief laag aantal personeelsleden hebben, maar dat er enkele bedrijven zijn die wel veel personeelsleden hebben. De 'skewness' is groter voor de groep van 'zero-leverage' bedrijven, wat betekent dat deze groep van 'zero-leverage' bedrijven een minder normale verdeling en dus een meer rechtsscheve verdeling heeft dan de groep van 'leverage' bedrijven.

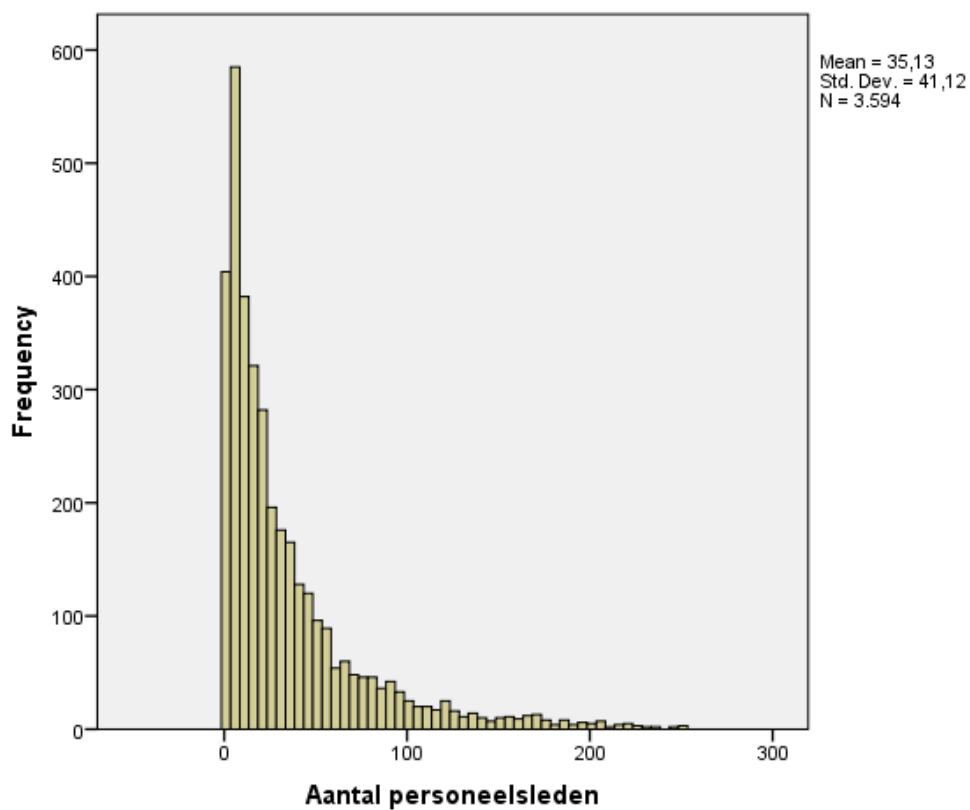
Tabel 1: Beschrijvende statistiek voor 'zero-leverage' bedrijven

		Aantal personeelsleden	Leeftijd onderneming	Totale activa 2014	Omzet 2014
N	Valid	3594	3594	3594	3594
	Missing	0	0	0	0
Mean		35,13	30,49	65.301.294,89	10.072.102,96
Median		20,00	26,01	5.659.714,00	6.151.754,50
Std. Deviation		41,12	17,46	641.666.836,61	12.457.393,72
Skewness		2,164	1,464	23,365	4,566
Std. Error of Skewness		,041	,041	,041	,041
Percentiles	25	8,00	17,77	2.183.763,50	1.984.833,75
	50	20,00	26,01	5.659.714,00	6.151.754,50
	75	46,00	39,00	13.122.877,00	14.005.641,75

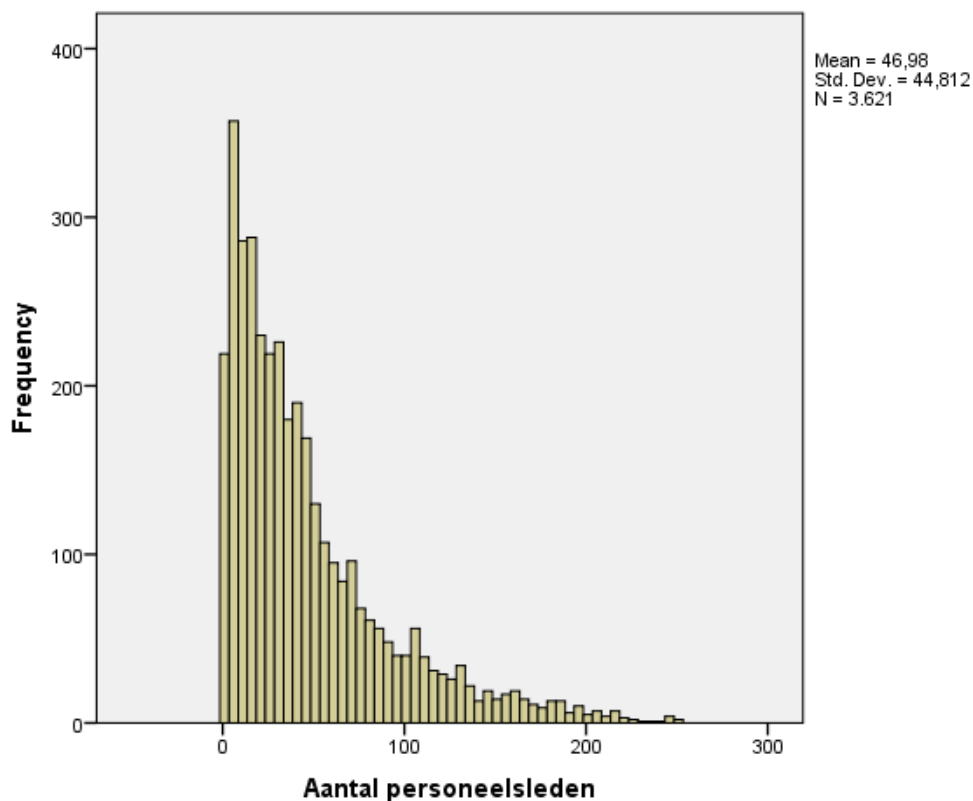
Tabel 2: Beschrijvende statistiek voor 'leverage' bedrijven

		Aantal personeelsleden	Leeftijd onderneming	Totale activa 2014	Omzet 2014
N	Valid	3621	3621	3621	3621
	Missing	0	0	0	0
Mean		46,98	34,96	61.115.582,22	12.761.613,49
Median		33,00	29,92	8.868.665,00	9.750.853,00
Std. Deviation		44,812	19,23	927.233.422,38	12.528.371,42
Skewness		1,578	1,486	33,751	2,779
Std. Error of Skewness		,041	,041	,041	,041
Percentiles	25	14,00	21,88	4.864.373,50	3.778.630,00
	50	33,00	29,92	8.868.665,00	9.750.853,00
	75	65,00	43,01	16.479.592,50	18.152.519,50

Figuur 1: Beschrijvende statistiek voor het aantal personeelsleden bij 'zero-leverage' bedrijven

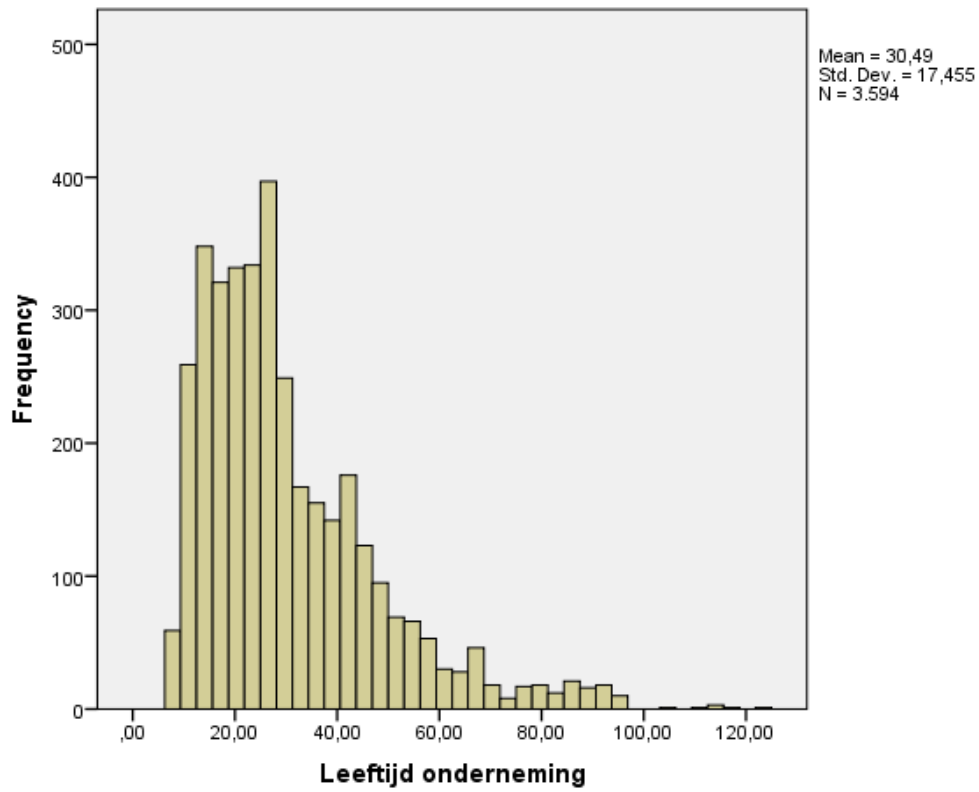


Figuur 2: Beschrijvende statistiek voor het aantal personeelsleden bij 'leverage' bedrijven

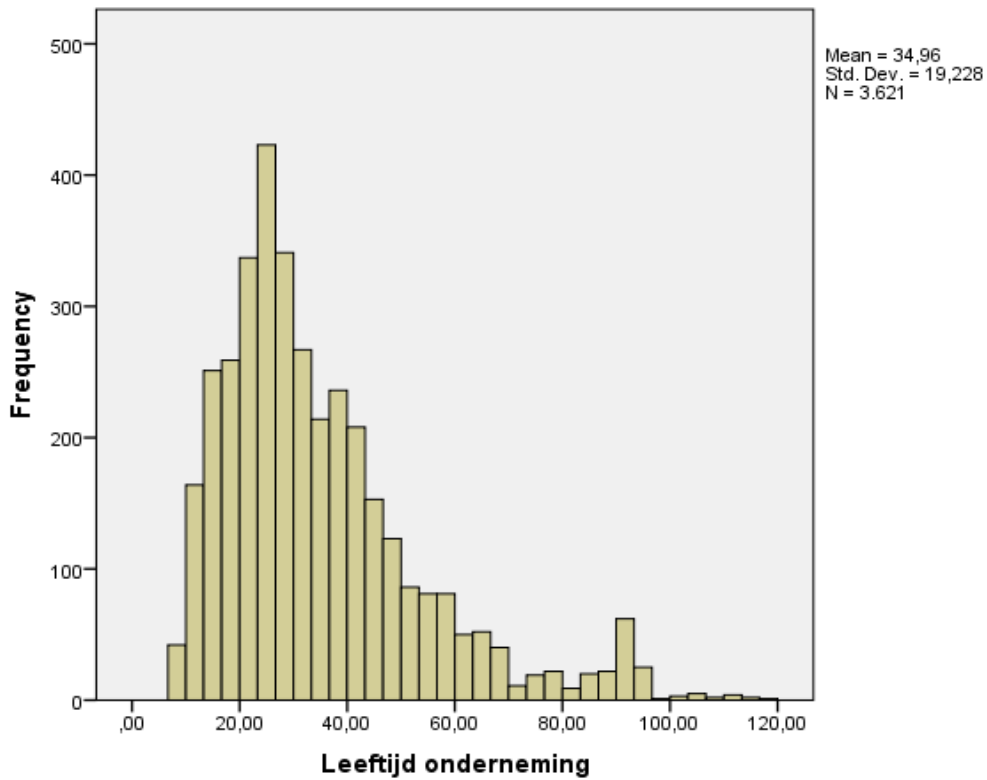


De leeftijd van de onderneming werd telkens berekend door het verschil te nemen van de datum waarop de gegevens verkregen werden (31/12/2014) en de datum van oprichting van de onderneming. De periode waarin de onderneming reeds actief is, wordt uitgedrukt in jaren. We zien dat voor de 'zero-leverage' bedrijven in tabel 1, de mediaan op 26 jaar ligt. In tabel 2 zien we dat de bij de 'leverage' bedrijven de mediaan op 30 jaar ligt. In tabel 1 zien we ook dat 25% van de 'zero-leverage' bedrijven 18 jaar of jonger is, terwijl we in tabel 2 zien dat 25% van de 'leverage' bedrijven 22 jaar of jonger is. Om er zeker van te zijn dat er een significant verschil bestaat tussen 'zero-leverage' bedrijven en 'leverage' bedrijven qua leeftijd, voeren we een t-test uit voor twee onafhankelijke steekproeven. Als nulhypothese stellen we dat de gemiddelde leeftijd van 'zero-leverage' bedrijven gelijk is aan de gemiddelde leeftijd van 'leverage' bedrijven. Uit de t-test blijkt dat de tweezijdige overschrijdingskans duidelijk kleiner is dan het significantieniveau van 5%. Dit betekent dat we de nulhypothese kunnen verwerpen. We hebben dus bewezen dat 'zero-leverage' bedrijven over het algemeen jonger zijn dan 'leverage' bedrijven. De 'skewness' is voor zowel de 'zero-leverage' bedrijven als voor de 'leverage' bedrijven positief en groter dan één. Dit betekent dat de verdeling rechtsscheef is en de meeste bedrijven relatief jong zijn. Deze rechtsscheve verdelingen kunnen we ook zien in figuur 3 en figuur 4.

Figuur 3: Beschrijvende statistiek voor de leeftijd van 'zero-leverage' bedrijven



Figuur 4: Beschrijvende statistiek voor de leeftijd van 'leverage' bedrijven



Tabel 1 geeft aan dat de mediaan voor de totale activabasis 5 659 714 euro bedroeg, voor de 'zero-leverage' bedrijven in 2014. Bij de 'leverage' bedrijven in tabel 2 zien we dat de mediaan voor de totale activabasis 8 868 665 euro bedraagt, wat op het eerste zicht toch beduidend groter lijkt te zijn dan bij de 'zero-leverage' bedrijven. Om te kunnen aantonen dat er een significant verschil bestaat tussen de activa bij 'zero-leverage' bedrijven en 'leverage' bedrijven gaan we weer een t-test uitvoeren voor twee onafhankelijke steekproeven. Als nulhypothese stellen we dat de gemiddelde activabasis van 'zero-leverage' bedrijven gelijk is aan de gemiddelde activabasis van 'leverage' bedrijven. De t-test toont aan dat de tweezijdige overschrijdingskans duidelijk groter is dan het significantieniveau van 5%. Dit betekent dat we de nulhypothese niet kunnen verwerpen. We hebben op significantieniveau 5% niet kunnen aantonen dat er een verschil zou bestaan tussen de activa bij 'zero-leverage' bedrijven en de activa bij 'leverage' bedrijven. De 'skewness' is voor beide groepen van bedrijven sterk positief, wat aantoont dat de verdeling sterk rechtsscheef verdeeld is en er dus maar enkele bedrijven zijn met een hele hoge activabasis, maar dat er veel bedrijven zijn met een relatief kleine activabasis.

Als we als laatste punt nog de omzet van 2014 bekijken in tabel 1 en tabel 2, zien we dat de mediaan bij de 'leverage' bedrijven hoger ligt dan bij de 'zero-leverage' bedrijven. We zien ook in tabel 1 dat 25% van de 'zero-leverage' bedrijven een omzet behaalden van maximum 1 984 834 euro. Bij de groep van 'leverage' bedrijven behaalden daarentegen 25% van de 'leverage' bedrijven een maximum omzet van 3 778 630 euro. Om een significant verschil tussen de omzet bij de 'zero-leverage' bedrijven en de omzet bij de 'leverage' bedrijven te kunnen aantonen, voeren we opnieuw een t-test voor twee onafhankelijke steekproeven uit. Als nulhypothese stellen we dat de gemiddelde omzet van 'zero-leverage' bedrijven gelijk is aan de gemiddelde omzet van 'leverage' bedrijven. De t-test toont aan dat de tweezijdige overschrijdingskans duidelijk kleiner is dan het significantieniveau van 5%. Dit betekent dat we de nulhypothese kunnen verwerpen. De t-test bevestigt dat de 'leverage' bedrijven over het algemeen een hogere omzet draaiden dan de 'zero-leverage' bedrijven in 2014.

We kunnen besluiten dat 'zero-leverage' bedrijven over het algemeen minder personeelsleden in dienst hebben, jonger zijn en minder omzet realiseren dan 'leverage' bedrijven. Dit resultaat bevestigt de hiervoor genoemde beweringen, uit de studie van Bessler et al. (2013), dat het vaak kleine en jonge bedrijven zijn die geen schulden aangaan.

3.5. Empirisch onderzoek: Het bestaan van 'zero-leverage'

Zoals hiervoor reeds vermeld, komt 'zero-leverage' sterk voor bij Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen. Over verschillende onderzoeken heen blijkt dat in de jaren 2008 en 2009 gemiddeld 19% van de Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven geen gebruik maakt van schuldfinanciering (Bessler et al., 2013; Devos et al., 2012; Strebulaev & Yang, 2013). Uit het internationale onderzoek van Bessler et al. (2013) blijkt dat 'zero-leverage' niet enkel een Amerikaans fenomeen is, maar dat 'zero-leverage' vóórkomt in wereldwijde context. Uit het

internationale onderzoek blijkt dat in België slechts 6,65% van het totaal aantal beursgenoteerde bedrijven geen gebruik maakt van zowel korte als lange termijn schulden. We willen nagaan of we aan de hand van ons onderzoek op basis van Belgische KMO's een gelijkaardig percentage aan 'zero-leverage' bedrijven kunnen terugvinden.

Met behulp van gegevens uit de Bel-First databank, omtrent de schulden die KMO's aangaan, kunnen we ons een beeld vormen van het 'zero-leverage' beleid in België. Zoals hiervoor reeds vermeld, zullen we schulden definiëren op twee verschillende manieren: schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar en financiële schulden op meer dan één jaar. Daarnaast kunnen we 'zero-leverage' bekijken aan de hand van de gehele populatie van micro-, kleine en middelgrote ondernemingen of we kunnen de populatie opsplitsen in enerzijds micro-ondernemingen en anderzijds kleine en middelgrote ondernemingen.

Wanneer we de cijfers voor 2014 bekijken in tabel 3, zien we dat maar liefst 67,03% van de micro-, kleine en middelgrote ondernemingen geen schulden aangaan bij hun kredietinstellingen op meer dan één jaar. Dit cijfer is buitengewoon hoog in vergelijking met de resultaten uit de andere hiervoor genoemde onderzoeken. Het verrassend hoge cijfer aan 'zero-leverage' kan mogelijk verschillende verklaringen hebben. Een eerste mogelijke verklaring is dat schulden in ons onderzoek enkel gedefinieerd worden als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar. In de Amerikaanse onderzoeken werden schulden breder gedefinieerd als schulden op zowel lange als korte termijn. De lange termijn schulden bevatten niet enkel schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar, maar ook achtergestelde leningen, niet-achtergestelde obligatieleningen, leasingschulden... De korte termijn schulden in de Amerikaanse onderzoeken bevatten korte termijn financiële schulden, maar ook schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen. Een tweede verschilpunt is dat wij ons onderzoek richten op micro-, kleine en middelgrote ondernemingen terwijl de Amerikaanse onderzoeken zich baseerden op beursgenoteerde bedrijven. Een derde verschilpunt is dat wij ons baseren op cijfers van 2014 en de Amerikaanse onderzoeken eerder werden uitgevoerd op basis van cijfers van 2008 en 2009.

Tabel 3: 'Zero-leverage' cijfers voor 2014

	Schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar = 0	Financiële schulden op meer dan één jaar = 0
Micro-, kleine en middelgrote ondernemingen	67,03%	35,87%
Micro-ondernemingen	74,70%	47,10%
Kleine en middelgrote ondernemingen	66,75%	33,20%

Ter uitbreiding definiëren we schulden ook als financiële schulden op meer dan één jaar. Hier blijkt het aantal 'zero-leverage' bedrijven in 2014 al een stuk lager te liggen met 35,87% van de Belgische micro-, kleine en middelgrote ondernemingen die geen gebruik maken van financiële schulden op lange termijn. De reden waarom dit 'zero-leverage' cijfer een stuk lager ligt, is behoorlijk evident. We definiëren schulden als financiële schulden, wat betekent dat ook achtergestelde leningen, niet-achtergestelde obligatieleningen en overige leningen zijn inbegrepen. De groep van schulden wordt dus groter en de kans dat er geen gebruik gemaakt wordt van één van die schulden, wordt kleiner.

In tabel 3 zien we ook de percentages aan 'zero-leverage' bedrijven uitgesplitst naar enerzijds micro-ondernemingen en anderzijds kleine en middelgrote ondernemingen. Wanneer we schulden definiëren als schulden bij kredietinstellingen op lange termijn, dan zien we dat bij micro-ondernemingen (74,70%) meer 'zero-leverage' voorkomt dan bij kleine en middelgrote ondernemingen (66,75%). Micro-ondernemingen lijken dus minder gebruik te maken van schulden bij kredietinstellingen dan KMO's. Wanneer we schulden definiëren als financiële schulden op meer dan één jaar, dan zien we dat micro-ondernemingen (47,10%) meer te maken hebben met 'zero-leverage' dan kleine en middelgrote ondernemingen (33,20%). Er bestaat dus weldegelijk een verschil tussen enerzijds micro-ondernemingen en anderzijds kleine en middelgrote ondernemingen in het voorkomen van 'zero-leverage'. Micro-ondernemingen lijken meer te maken te hebben met 'zero-leverage' dan kleine en middelgrote ondernemingen.

Op basis van de gevonden resultaten kunnen we besluiten dat er bij Belgische KMO's ook zeker 'zero-leverage' voorkomt. De gevonden percentages aan 'zero-leverage' bedrijven liggen een stuk hoger dan verwacht. We kunnen dus zonder problemen verdergaan met de andere deelvragen die verder ingaan op het 'zero-leverage' fenomeen bij Belgische KMO's. 'Zero-leverage' is absoluut relevant om te onderzoeken in de Belgische KMO context.

Hoofdstuk 4: Evolutie van 'zero-leverage'

4.1. Empirisch onderzoek: Evolutie van het aantal 'zero-leverage' KMO's doorheen de tijd

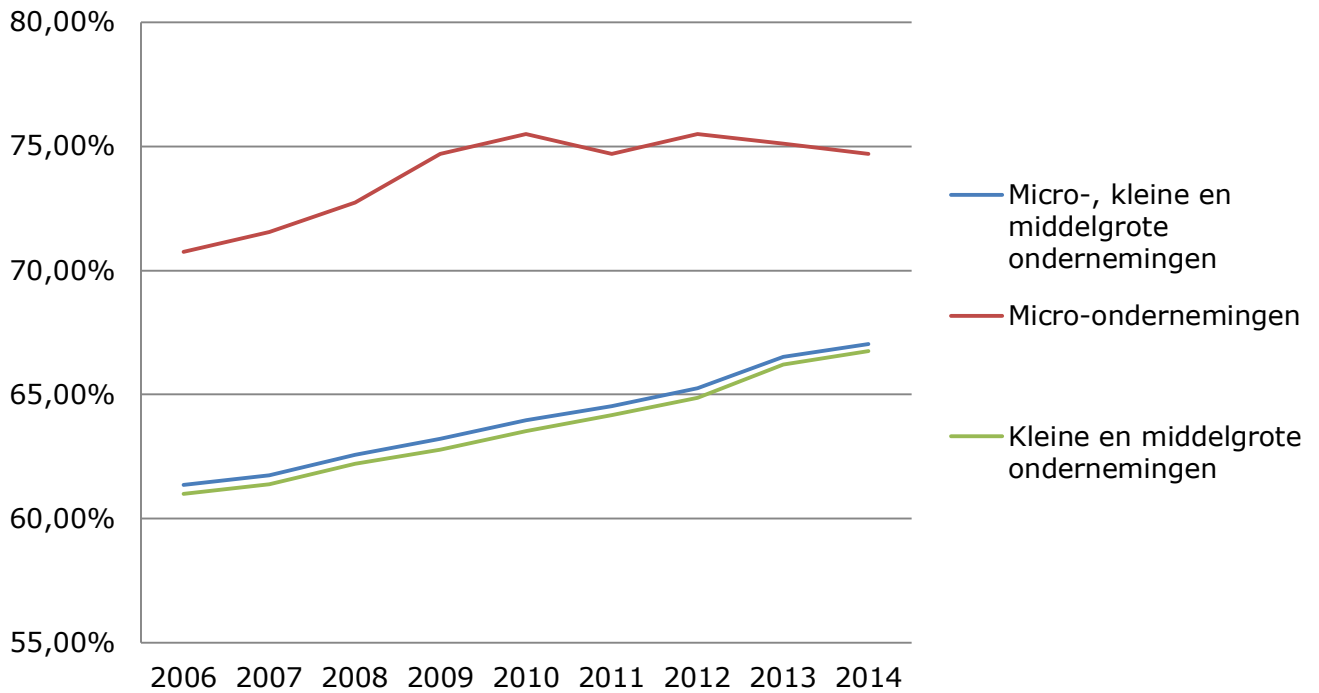
In hoofdstuk 3 hebben we kunnen aantonen dat 'zero-leverage' bestaat bij Belgische KMO's. We gaan nu verder onderzoeken of er een bepaalde evolutie op te merken valt in het aantal 'zero-leverage' KMO's over de jaren heen. Om de evolutie te onderzoeken maken we gebruik van de gegevens uit de Bel-First databank. We gebruiken nu niet enkel de cijfers van het jaar 2014, maar de cijfers van de periode 2006 tot en met 2014. Voor deze periode van negen jaar wordt er op zoek gegaan naar een mogelijke evolutie in het aantal 'zero-leverage' KMO's.

Zoals in het empirisch deel van hoofdstuk 3 zullen we schulden definiëren op twee verschillende manieren: schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar en financiële schulden op meer dan één jaar. We zullen 'zero-leverage' bekijken aan de hand van de gehele populatie van micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. Bovendien zullen we de populatie ook opsplitsen in enerzijds micro-ondernemingen en anderzijds kleine en middelgrote ondernemingen, zodat we voor elke deelpopulatie afzonderlijk de evolutie van het aantal 'zero-leverage' ondernemingen kunnen bestuderen.

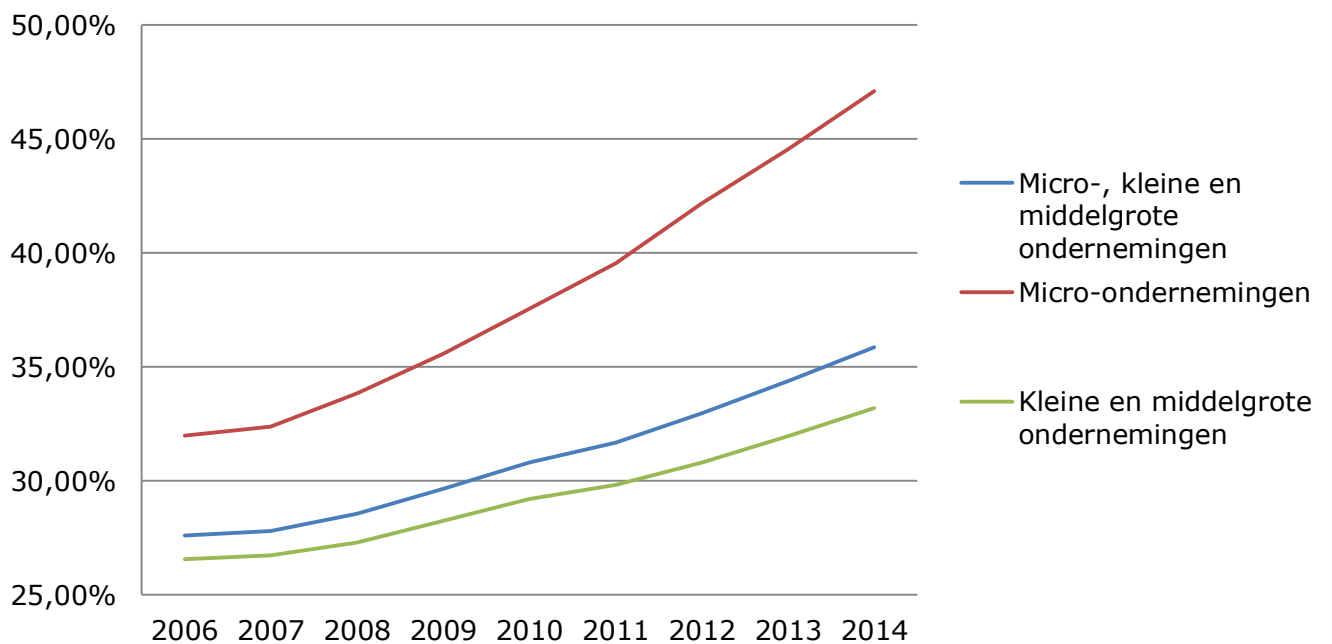
We starten met het bestuderen van de evolutie van de totale populatie van micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. Wanneer we schulden definiëren als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar, zien we op de blauwe lijn in figuur 5 een stijgende trend in het vóórkomen van 'zero-leverage' KMO's. In 2006 was 61,35% van de Belgische micro-, kleine en middelgrote ondernemingen een 'zero-leverage' onderneming. Dit cijfer zien we gelijkmatig toenemen over de jaren tot 67,03% in 2014. Meer en meer bedrijven gaan dus geen gebruik maken van een lange termijn krediet. We maken gebruik van een t-test voor gepaarde steekproeven om na te gaan of de toename in het aantal 'zero-leverage' ondernemingen ook werkelijk significant is. Wanneer we de t-test uitvoeren, bekommen we een t-waarde van 10,59 en een tweezijdige overschrijdingskans die duidelijk kleiner is dan het significantieniveau van 5%. Het aantal 'zero-leverage' KMO's in 2014 is dus significant groter dan het aantal 'zero-leverage' KMO's in 2006.

Als we daarnaast schulden definiëren als financiële schulden op meer dan één jaar, zien we op de blauwe lijn in figuur 6 ook weer een gelijkmatige toename in het aantal 'zero-leverage' ondernemingen. In 2006 maakten 27,60% van de ondernemingen geen gebruik van financiële schulden op lange termijn. In 2014 steeg dit cijfer tot 35,87%. Ook hier gaan we testen of de evolutie significant is aan de hand van een t-test voor gepaarde steekproeven. We bekommen een t-waarde van 35,09 en een tweezijdige overschrijdingskans die duidelijk kleiner is dan het significantieniveau van 5%. We kunnen dus stellen dat er een duidelijk positieve trend op te merken valt in het aantal 'zero-leverage' KMO's in de periode 2006 tot en met 2014.

Figuur 5: De evolutie van 'zero-leverage' waarbij schulden gedefinieerd worden als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar



Figuur 6: De evolutie van 'zero-leverage' waarbij schulden gedefinieerd worden als financiële schulden op meer dan één jaar



In figuur 5 en figuur 6 vinden we ook de evoluties van de 'zero-leverage' bedrijven terug, uitgesplitst naar enerzijds micro-ondernemingen en anderzijds kleine en middelgrote ondernemingen. Uit figuur 5 blijkt dat, wanneer we schulden definiëren als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar, het aantal 'zero-leverage' bedrijven bij de micro-ondernemingen een stuk hoger ligt dan bij de kleine en middelgrote ondernemingen. Dit verschil hebben we hiervoor reeds besproken in deel 3.5. We zien een meer gelijkmatige groei in het 'zero-leverage' cijfer bij de kleine en de middelgrote ondernemingen. De micro-ondernemingen kenden een sterke groei in hun 'zero-leverage' cijfer in de jaren 2006 tot en met 2010. Na 2010 strandde de 'zero-leverage' graad echter op ongeveer 75% van de micro-ondernemingen. In figuur 6 zien we ook weer een stijgende trend bij zowel de micro-ondernemingen als de kleine en middelgrote ondernemingen. De micro-ondernemingen hebben ook hier een hoger aantal 'zero-leverage' ondernemingen. Het aantal 'zero-leverage' ondernemingen neemt bij de micro-ondernemingen, over de periode van negen jaar, ook sterker toe dan bij de kleine en middelgrote ondernemingen.

We merken dus de laatste negen jaar een significant positieve evolutie op in het aantal Belgische 'zero-leverage' KMO's. Mogelijke verklaringen voor deze positieve evolutie bespreken we in het volgend deel.

4.2. Evolutie van het aantal 'zero-leverage' KMO's doorheen de tijd

In voorgaand deel toonden we aan dat er een significant positieve evolutie op te merken valt in het aantal 'zero-leverage' KMO's van 2006 tot 2014. Het is dus mogelijk dat Belgische KMO's over de jaren heen niet altijd op dezelfde manier werden gestimuleerd om wel of niet schulden aan te gaan. De financiële crisis die een eerste keer toesloeg in de jaren 2007 en 2008 zal mogelijk een belangrijke invloed gehad hebben op het schuldenbeleid van veel Belgische KMO's. Door een stagnerende huizenmarkt in de Verenigde Staten en door het verstrekken van kredieten aan minder kredietwaardige personen (subprime mortgages), kwamen financiële instellingen in de problemen. De interbancaire geldmarkt viel stil, wat betekent dat financiële instellingen elkaar geen geld meer gingen lenen. Als reactie hierop gingen financiële instellingen een beperking doorvoeren op het aantal kredieten dat ze gingen uitgeven, wat betekent dat ondernemingen minder geld konden lenen (Ivashina & Scharfstein, 2010). Bovendien voelden veel ondernemingen het effect van de financiële crisis op de economie. Deze factoren hebben er mogelijk toe bijgedragen dat Belgische KMO's helemaal geen lange termijn schulden aangingen en er dus meer 'zero-leverage' KMO's ontstonden.

Naast de mogelijke invloed van de financiële crisis op het toenemend aantal 'zero-leverage' KMO's, denken we ook aan de invloed van de notionele intrestaftrek. Het schuldenbeleid van veel Belgische KMO's werd beïnvloed door de invoering van een nieuwe maatregel van de Belgische overheid in 2005: de notionele intrestaftrek. Deze nieuwe maatregel werd toepasbaar vanaf inkomstenjaar 2006 (aanslagjaar 2007). De notionele intrestaftrek staat Belgische bedrijven toe om een fictieve intrestkost op het eigen vermogen af te trekken van de belastbare basis. De

fictieve intrestkost is een percentage op het eigen vermogen. Dit percentage verandert elk jaar en is afhankelijk van de intrest op Belgische staatsobligaties. Het eigen vermogen waarop de fictieve intrestkost wordt berekend, bestaat uit het boekhoudkundig eigen vermogen van de vennootschap. (Kestens et al., 2012).

De notionele intrestaftrek werd ingevoerd om twee redenen. België heeft één van de hoogste belastinglasten ter wereld, waardoor veel bedrijven ervoor kiezen om zich in andere landen te vestigen. De notionele intrestaftrek zal zorgen voor een verlaging van de belastingdruk op ondernemingen die zich in België vestigen. De Belgische overheid wil met deze maatregel opnieuw buitenlandse investeerders aantrekken om te produceren in België. Een tweede reden voor de invoer van de notionele intrestaftrek heeft te maken met het elimineren van de traditionele belastingdiscriminatie tussen financiering met eigen vermogen en financiering met vreemd vermogen. Zoals hierboven besproken, zijn intrestbetalingen van schulden aftrekbaar van de belastbare basis, maar zijn dividenden dit niet. De notionele intrestaftrek zorgt er dus voor dat financiering met eigen vermogen aantrekkelijker wordt, door een fictieve intrestkost op het eigen vermogen af te trekken van de belastbare basis (Kestens et al., 2012).

We veronderstellen dus dat de notionele intrestaftrek een negatief effect heeft op de schuldratio's van Belgische bedrijven. De notionele intrestaftrek zet bedrijven aan om minder schulden aan te gaan (Kestens et al., 2012). Maar betekent dit ook dat de notionele intrestaftrek ervoor zorgt dat er meer 'zero-leverage' bedrijven zullen ontstaan in België? We denken niet dat de notionele intrestaftrek er effectief toe heeft geleid dat er meer bedrijven geen gebruik gaan maken van lange termijn schuldfinanciering. Maar de notionele intrestaftrek kan mogelijk wel een rol gespeeld hebben in het toenemend aantal 'zero-leverage' KMO's in België.

Het belastingvoordeel dat financiering met vreemd vermogen vroeger opbracht, wordt nu weggewerkt door het belastingvoordeel van de notionele intrestaftrek op het eigen vermogen. Financiering met eigen vermogen kan na de invoer van de notionele intrestaftrek opeens een stuk interessanter worden in vergelijking met financiering met vreemd vermogen. Op eigen vermogen hoeft namelijk geen periodieke intrest betaald te worden. Bovendien kan het ophopen van eigen vermogen later helpen om extra schuldfinanciering aan te trekken.

Er bestaat een trade-off tussen de aftrek van intrestkosten en de notionele intrestaftrek. Voor een vast balanstotaal zal een toename van de schulden overeenkomen met een gelijke afname van het eigen vermogen. Door de toename van de schulden stijgt de aftrek van de intrestkosten, maar door de afname van het eigen vermogen daalt de notionele intrestaftrek. Er moet dus een evenwicht gezocht worden in de verhouding schulden t.o.v. eigen vermogen op basis van het voordeel van de intrestaftrek op schulden vergeleken met het voordeel van de notionele intrestaftrek, om zo de optimale kapitaalstructuur te bereiken (Kestens et al., 2012).

In deze masterproef wordt er gefocust op de groep van micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. KMO's ervaren vaker 'agency' problemen en problemen met asymmetrische informatie, zoals we hiervoor in hoofdstuk 2.4 'Agency Theory' al besproken hebben. Hierdoor

ondervinden KMO's vaker problemen om een krediet af te sluiten tegen degelijke voorwaarden. Banken vertrouwen KMO's minder snel omdat ze vrezen dat KMO's met het geleende geld meer risicovolle praktijken zullen aangaan dan oorspronkelijk overeengekomen in de kredietovereenkomst. KMO's profiteren in het algemeen dus minder sterk van de aftrekbaarheid van intrestbetalingen van schulden (Kang & Heshmati, 2008). Daarom is de notionele intrestaftrek een zeer waardevolle maatregel voor KMO's en is de notionele intrestaftrek dus zeker noemenswaardig in ons onderzoek naar 'zero-leverage' KMO's in België.

Hiernaast is er nog een tweede element dat ervoor zorgt dat de notionele intrestaftrek een waardevolle maatregel is voor de specifieke groep van micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. De zogenaamde kleine vennootschappen genieten nog een extra voordeel van de notionele intrestaftrek doordat zij nog 0,5% extra intrestkost kunnen aanrekenen op het eigen vermogen (Federale Overheidsdienst Financiën, s.d.). Kleine vennootschappen worden in het wetboek van vennootschappen gedefinieerd door middel van artikel 15 van het Wetboek van Vennootschappen. Volgens artikel 15 van het Wetboek van Vennootschappen zijn kleine vennootschappen deze met rechtspersoonlijkheid die voor het laatst en het voorlaatst afgesloten boekjaar, niet meer dan één der volgende criteria overschrijden:

- jaargemiddelde van het personeelsbestand: 50;
- jaaronzet, exclusief btw: 9.000.000 euro;
- balanstotaal: 4.500.000 euro.

De bedoeling is om op deze manier kleine vennootschappen bijkomend te stimuleren om meer te financieren met eigen vermogen. Aangezien kleine vennootschappen een onderdeel uitmaken van de groep van KMO's waarvan wij gebruik maken in ons onderzoek, zal dit extra voordeel mogelijk een positief effect hebben op het aantal 'zero-leverage' KMO's in België.

Er werd reeds door Kestens et al. (2012) een onderzoek gevoerd naar het effect van de notionele intrestaftrek op de kapitaalstructuur van Belgische KMO's. In dit onderzoek werd het effect van de notionele intrestaftrek gemeten door een simulatiemodel met marginale belastingtarieven. Ze gingen de afname meten in de huidige waarde van de som van huidige en verdisconteerde toekomstige belastingen door een stijging in de intrestkost met 1 euro. Door de stijging in de intrestkost zal de belastbare basis dalen en zullen KMO's minder vennootschapsbelastingen moeten betalen.

Kestens et al. (2012) concludeerden uit hun onderzoek, met gegevens van de Bel-First databank, dat het marginale belastingtarief over 3 jaar tijd was afgenomen van 29,74% in 2005 (zonder notionele intrestaftrek) naar 2,96% in 2008 (met notionele intrestaftrek). De afname van het marginale belastingtarief met 26,78% wijst erop dat het voordeel van de belastingaftrek van schulden sterk is gedaald. De belastingdiscriminatie van schulden t.o.v. eigen vermogen daalde dus met 26,78%.

Het onderzoek van Kestens et al. (2012) werd echter gevoerd op basis van cijfers van 2005 tot 2008. 2008 is precies het jaar waarin de financiële crisis heeft toegeslagen. Door de financiële crisis viel een groot deel van de kredietmarkt stil tussen banken onderling, maar ook tussen

banken en bedrijven. Banken stonden minder snel kredieten toe aan particulieren en bedrijven, of eisten strengere garanties. We kunnen ons dus afvragen of het onderzoek van Kestens et al. (2012) vertekend werd door de financiële crisis. De schuldgraad van veel bedrijven kan in 2008 gedaald zijn door de afgenomen bereidheid van banken om kredieten toe te staan en niet omwille van de invoering van de notionele intrestaftrek.

Kestens et al. (2012) concludeerden ook in hun onderzoek dat bedrijven met veel korte termijn schulden sneller reageren op de belastingstimulans van de notionele intrestaftrek dan bedrijven met lange termijn schulden. Bedrijven met korte termijn schulden hebben de mogelijkheid om hun kapitaalstructuur sneller aan te passen aan de gewijzigde belastingwetgeving dan bedrijven met lange termijn schulden. Deze laatstgenoemde bedrijven zullen eerst nog enkele jaren hun schulden moeten afbetalen voordat ze meer kunnen financieren met eigen vermogen. Uit deze conclusie blijkt dat veel bedrijven, de eerste jaren na de invoer van de notionele intrestaftrek, niet zo maar in staat waren om hun kapitaalstructuur om te gooien. Ze waren vaak nog gebonden aan een langetermijnkrediet. Ondertussen zijn veel van deze langetermijnkredieten terugbetaald en hebben bedrijven nieuwe financieringsbronnen moeten aanspreken voor nieuwe investeringsopportunities. We kunnen ons daarom, een decennium na de invoer van de notionele intrestaftrek, een beter beeld vormen van de invloed van de notionele intrestaftrek op de keuze voor het financieren met schulden of eigen vermogen.

De notionele intrestaftrek behoort binnen de literatuur tot de groep van 'Allowances for Corporate Equity' (ACE). ACE-systemen laten bedrijven toe om een intrestpercentage op het eigen vermogen af te trekken van het belastbaar inkomen (Klemm, 2007). Verschillende landen hebben al geëxperimenteerd met een bepaalde vorm van een ACE-systeem. Maar vaak werden deze systemen na enkele jaren afgeschaft omwille van budgettaire redenen. Door het verminderd belastbaar inkomen zal de vennootschapsbelasting dalen, waardoor de overheid minder geld ontvangt (Kestens et al., 2012). Het blijft dus nog maar de vraag of het systeem van de notionele intrestaftrek in België de komende jaren zal blijven voortbestaan. België wordt reeds geconfronteerd met een hoge overheidsschuld en de notionele intrestaftrek zal daar zeker geen verbetering in brengen. Enkel wanneer de notionele intrestaftrek een significant effect heeft op de kapitaalstructuur van Belgische ondernemingen, zal de overheid blijvende inspanningen leveren om deze notionele intrestaftrek te laten voortbestaan.

De financiële crisis is dus een eerste mogelijke factor die het toegenomen aantal 'zero-leverage' KMO's in België kan verklaren. Door de financiële crisis vielen de kredietmarkten stil, waardoor meer en meer bedrijven geen schulden konden aangaan. De notionele intrestaftrek is een tweede factor die een mogelijke rol heeft gespeeld op het schuldenbeleid bij Belgische KMO's. In het extreme geval kan de notionele intrestaftrek ook geleid hebben tot 'zero-leverage'.

Hoofdstuk 5: Consistentie van 'zero-leverage'

5.1. Consistentie in de 'zero-leverage' beslissing

Hiervoor beschreven we reeds het bestaan van 'zero-leverage' bedrijven en de evolutie van het totaal aantal 'zero-leverage' bedrijven doorheen de tijd. We willen echter ook weten of bedrijven 'zero-leverage' aanhouden gedurende enkele jaren of dat 'zero-leverage' eerder een korte termijn verschijnsel is. Daarom is het interessant om de duur van het schuldenvrije beleid van 'zero-leverage' bedrijven eens van naderbij te bekijken. Het is mogelijk dat bedrijven slechts voor een korte periode geen gebruik maken van financiële schulden door een onevenwicht tussen aflopende schulden en de uitgifte van nieuw schuld papier (Bruskeland & Johansen, 2013). Het kan namelijk zijn dat bedrijven toevallig in een bepaald jaar geen schulden hebben omdat hun vorig krediet net verlopen is of omdat er zich momenteel geen goede investeringsopportuniteiten voordoen. Wanneer dit het geval zou zijn, dan is de 'zero-leverage puzzle' eerder een toevallig verschijnsel, zonder dat bedrijven opzettelijk ervoor kiezen om geen schulden aan te gaan (Strebulaev & Yang, 2013).

Bruskeland en Johansen (2013) hebben een onderzoek gevoerd naar de consistentie van de 'zero-leverage' beslissing voor Noorse ondernemingen. Uit hun onderzoek blijkt dat maar liefst 70,8% van de particuliere 'zero-leverage' bedrijven het jaar nadien nog steeds een schuldenvrij beleid aanhouden. 55,2% van de 'zero-leverage' bedrijven gaan twee opeenvolgende jaren geen schulden aan en 25,8% van de oorspronkelijke 'zero-leverage' bedrijven houden een schuldenvrij beleid aan voor maar liefst zeven jaar.

In het onderzoek van Dang (2009) werden resultaten verzameld van bedrijven uit het Verenigd Koninkrijk. De resultaten tonen aan dat 57% van de bedrijven die geen financiële schulden hebben in een bepaald jaar ook het jaar nadien geen schulden zullen aangaan. Meer dan een derde van de 'zero-leverage' bedrijven gaan geen schulden aangaan in drie opeenvolgende jaren. Na vijf jaar hebben bijna 20% van de bedrijven uit het Verenigd Koninkrijk nog steeds geen nieuwe financiële schulden.

In het onderzoek van Dang (2009) werd daarentegen aangetoond dat 'zero-leverage' bedrijven niet steeds inactief blijven op de schuldfinancieringsmarkten. Veel bedrijven bouwen hun schulden sterk af in de drie jaren voordat ze werkelijk schuldenvrij worden. Nadat bedrijven uiteindelijk schuldenvrij zijn, slaat hun financieringspatroon vaak volledig om en gaan ze de jaren nadien meer financieren met schulden. Deze bevinding toont aan dat 'zero-leverage' bedrijven niet alleen geconfronteerd worden met financiële beperkingen, maar dat het vóórkomen van 'zero-leverage' vaak ook een strategische keuze is (Dang, 2009).

In een latere studie van Dang (2013) wordt nogmaals aangetoond dat voor bedrijven uit het Verenigd Koninkrijk de 'zero-leverage' beslissing een consistente beslissing is. Bedrijven die oorspronkelijk geen financiële schulden hadden, houden constant minder schulden aan dan

bedrijven die wel schulden aangaan. Ook in deze studie wijst Dang (2013) weer op het feit dat 'zero-leverage' bedrijven het meest met kredietbeperkingen te maken hebben gedurende de jaren vooraleer ze volledig schuldenvrij zijn. Nadat ze volledig schuldenvrij zijn, hebben ze weer toegang tot de schuldfinancieringsmarkten.

Bedrijven die geen gebruik maken van financiële schulden investeren ook minder dan andere bedrijven. Dit verschil is duidelijk zichtbaar in de periode waarin de onderneming haar schulden afbouwt en naar een volledig schuldenvrije onderneming toewerkt. Het verschil in investeringen tussen 'zero-leverage' bedrijven en andere bedrijven verdwijnt echter in de jaren nadat de 'zero-leverage' onderneming schuldenvrij was. Nadat een onderneming schuldenvrij is, gaat een onderneming vaak meer gebruik gaan maken van financiële schulden waardoor ze meer middelen heeft om investeringen aan te gaan (Dang, 2013).

Uit bovenstaande studies kunnen we afleiden dat 'zero-leverage' een consistent fenomeen is. Dat er elk jaar een significant percentage van ondernemingen geen gebruik maakt van schuldfinanciering wordt dus niet veroorzaakt door een onevenwicht tussen aflopende schulden en de uitgifte van nieuw schuld papier (Bruskeland & Johansen, 2013). De consistentie in het vóórkomen van 'zero-leverage' kan daarentegen twee oorzaken hebben. Een eerste mogelijke oorzaak is dat de consistentie in het vóórkomen van 'zero-leverage' een bewuste keuze is van de onderneming om geen schulden aan te gaan. Een tweede mogelijke oorzaak kan te maken hebben met de consistente keuze vanwege de bank om de onderneming geen krediet toe te staan. In de literatuur is er echter nog geen wetenschappelijk onderzoek terug te vinden dat de consistentie van het vóórkomen van 'zero-leverage' voor Belgische KMO's heeft onderzocht.

5.2. Empirisch onderzoek: Consistentie in de 'zero-leverage' beslissing bij Belgische KMO's

In hoofdstuk 3 hebben we reeds het bestaan van 'zero-leverage' bij Belgische KMO's kunnen aantonen. In hoofdstuk 4 bekeken we de evolutie in het vóórkomen van 'zero-leverage' bij Belgische KMO's. Hier bleek duidelijk een positieve evolutie in het aantal 'zero-leverage' KMO's over de periode 2006 tot en met 2014. Het is ook belangrijk om te weten of deze Belgische 'zero-leverage' KMO's elk jaar opnieuw bewust geen schulden aangaan of dat het eerder een toevallig verschijnsel is. We gaan daarom in dit hoofdstuk op zoek naar de consistentie in de 'zero-leverage' beslissing bij Belgische KMO's.

We maken hiervoor opnieuw gebruik van de cijfers uit de Bel-First databank van het jaar 2006 tot en met het jaar 2014. We zullen op basis van deze cijfers nagaan of een Belgische KMO over een periode van 9 jaar consistent geen schulden aangaat. Per bedrijf onderzoeken we of het bedrijf de 'zero-leverage' beslissing blijft aanhouden over verschillende jaren heen. We definiëren schulden weer op twee verschillende manieren: schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar en financiële schulden op meer dan één jaar. In een eerste stap bekijken we de gehele populatie van

micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. Daarna delen we de populatie op in enerzijds micro-ondernemingen en anderzijds kleine en middelgrote ondernemingen.

Wanneer we de gehele populatie bekijken en schulden definiëren als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar, zien we in tabel 4 dat 49,80% van de Belgische KMO's geen schulden zijn aangegaan voor negen opeenvolgende jaren. Ongeveer de helft van de Belgische KMO's heeft er dus voor gekozen of kreeg beperkingen opgelegd van hun bank om geen schulden op lange termijn aan te gaan. Wanneer we schulden gelijkstellen met financiële schulden op meer dan één jaar, dan zien we dat slechts 15,04% van de Belgische KMO's geen schulden zijn aangegaan in de periode 2006 tot en met 2014. Dit laatste cijfer ligt een stuk lager omdat schulden hier breder gedefinieerd worden als financiële schulden. Op basis van beide definities van schulden kunnen we toch vaststellen dat er een bepaalde mate van consistentie op te merken valt in het vóórkomen van 'zero-leverage' bij Belgische KMO's.

Tabel 4: Consistentie in de 'zero-leverage' beslissing

	Schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar = 0	Financiële schulden op meer dan één jaar = 0
Micro-, kleine en middelgrote ondernemingen	49,80%	15,04%
Micro-ondernemingen	62,85%	15,65%
Kleine en middelgrote ondernemingen	49,33%	14,89%

Er werd verder nog onderzocht of de consistentie in de 'zero-leverage' beslissing vóórkomt bij zowel micro-ondernemingen, als bij kleine en middelgrote ondernemingen. In tabel 4 zien we de percentages voor de twee deelpopulaties met telkens schulden op twee verschillende manieren gedefinieerd. Wanneer we schulden definiëren als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar, zien we dat micro-ondernemingen (62,85%) een hogere consistentie in hun 'zero-leverage' beslissing vertonen dan kleine en middelgrote ondernemingen (49,33%). Uit een t-test voor twee onafhankelijke steekproeven blijkt een t-waarde van 4,358 en een tweezijdige overschrijdingskans van 0,0019% wat duidelijk lager is dan het significantieniveau van 5%. Hieruit kunnen we besluiten dat de consistentie van 'zero-leverage' significant meer vóórkomt bij micro-ondernemingen. Kleine en middelgrote ondernemingen zullen dus frequenter afwijken van hun 'zero-leverage' beslissing en zullen sneller financieren met lange termijn schulden bij hun kredietinstelling.

Wanneer we schulden gelijkstellen met financiële schulden op lange termijn, zien we in tabel 4 dat de percentages van het aantal 'zero-leverage' bedrijven bij micro-ondernemingen (15,65%) en bij

kleine en middelgrote ondernemingen (14,89%) dicht bij elkaar liggen. Een t-test voor twee onafhankelijke steekproeven wijst erop dat er geen significant verschil bestaat tussen enerzijds micro-ondernemingen en anderzijds kleine en middelgrote ondernemingen qua consistentie in hun 'zero-leverage' beslissing. Wanneer we schulden dus zuiverder definiëren als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar, dan zien we dat kleine en middelgrote ondernemingen vaker afwijken van hun 'zero-leverage' toestand. Wanneer we schulden breder definiëren als financiële schulden vinden we geen significant verschil terug tussen micro-ondernemingen en kleine en middelgrote ondernemingen, wat betreft de mate van consistentie in hun 'zero-leverage' beleid.

Hoofdstuk 6: Motieven van KMO's om geen schuldfinanciering aan te gaan

We kunnen de verschillende motieven van KMO's om geen schuldfinanciering aan te gaan, opdelen in twee grote categorieën: de aanbodfactoren en de vraagfactoren. Aanbodfactoren zijn motieven die voortkomen uit de aanbodzijde van de schuldfinancieringsmarkt, namelijk de financiële instellingen. Financiële instellingen leggen beperkingen op aan de mate waarin een onderneming geld kan lenen. Een bank zal geen krediet toestaan een bedrijf dat slechte cijfers toont in zijn jaarrekening of een bedrijf waarvan de continuïteit in het gedrang komt. Bovendien is het ook mogelijk dat de convenanten om geld te lenen verstrengen of dat de bank een onderpand eist voor een krediet. Ondernemingen zullen dan minder snel geneigd zijn om het krediet ook effectief aan te gaan. Bedrijven die geen schulden aangaan omwille van de aanbodfactoren, noemen we ook wel financieel beperkte bedrijven (Bessler et al., 2013; Strebulaev & Yang, 2013).

Vraagfactoren komen voort uit de vraagzijde van de schuldfinancieringsmarkt, namelijk de 'zero-leverage' bedrijven zelf. Deze bedrijven ondervinden geen financiële beperkingen om geld te lenen, maar wensen schuldenvrij te blijven omwille van mogelijk diverse redenen. Vraagfactoren hebben dus betrekking op de intrinsieke voorkeur van bedrijven om geen schulden aan te gaan (Bessler et al., 2013).

We zullen de aanbod- en vraagfactoren in een aparte rubriek bespreken. Daarna gaan we ook nog even dieper in op een motief van KMO's om geen schuldfinanciering aan te gaan dat zowel een aanbodfactor als een vraagfactor kan zijn, namelijk de cashflow van de onderneming.

6.1. Aanbodfactoren

De meest voorkomende reden waarom bedrijven geen schulden aangaan, heeft te maken met financiële beperkingen. Financiële beperkingen komen voort uit de beperkte bereidheid van financieringsinstellingen om een krediet toe te kennen aan het bedrijf. 'Zero-leverage' ontstaat in dit geval omwille van het feit dat banken geen geld willen lenen aan het bedrijf. Bovendien zullen bedrijven vaak afhaken voor schuldfinanciering wanneer ze enkel een krediet kunnen bemachtigen bij hun bank onder strenge voorwaarden en hoge intrestkosten (Devos et al., 2012).

In de 'credit rationing' literatuur vinden we enkele onderzoeken terug die de invloed van financiële beperkingen op het schuldenbeleid van kleine en middelgrote ondernemingen nagaan (Canales & Nanda, 2012; Steijvers & Voordeckers, 2009; Xiao & Jie, 2003). Deze onderzoeken bevinden zich echter in een ander onderzoeksdomein, aangezien in deze masterproef de nadruk gelegd wordt op bedrijven die helemaal geen gebruik maken van financiële schulden op lange termijn.

Aangezien het vaak kleine en jonge ondernemingen zijn die geen schulden aangaan omwille van asymmetrische informatie (Hadlock & Pierce, 2010; Lemmon & Zender, 2010), lijken financiële

beperkingen nog sterker voor te komen bij dit type van ondernemingen. De theorie rond asymmetrische informatie en de 'agency theory' hebben we reeds behandeld in hoofdstuk 2. Er is mogelijk sprake van asymmetrische informatie wanneer een deel van de onderneming gefinancierd wordt met schulden. De schuldeisers beschikken over minder informatie dan de managers van het bedrijf, wat betreft de beslissingen die genomen worden in de onderneming (Jensen & Meckling, 1976; Lemmon & Zender, 2010). Zeker bij kleine ondernemingen zal de informatiekloof tussen de managers en de schuldeisers mogelijk groot zijn. Dit kan leiden tot financiële beperkingen opgelegd door de schuldeisers. Het is daarom belangrijk om de invloed van financiële beperkingen op het 'zero-leverage' beleid van KMO's verder te onderzoeken.

Financiële beperkingen zijn meer aanwezig in de markt voor lange termijn schulden dan in de markt voor korte termijn schulden. Wanneer een onderneming door een financiële instelling gezien wordt als risicovol, dan zal de financiële instelling misschien wel nog bereid zijn om de onderneming een krediet toe te staan op korte termijn, maar niet op lange termijn. De financiële instelling zal dan waarschijnlijk wel strenge convenanten gaan koppelen aan het krediet op korte termijn. Een financiële instelling wil het geleende geld zo snel mogelijk recupereren en zal de kans op terugbetaling bij een risicovolle onderneming lager inschatten. Enkel wanneer de financiële instelling kort op de bal kan spelen en het uitgeleende bedrag op een relatief korte periode kan terugvorderen, zal de financiële instelling de financiering van een risicovol project overwegen (Gatchev, Spindt & Tarhan, 2009). Een financiële instelling zal er mogelijk voor kiezen om meerdere korte termijn kredieten toe te kennen aan een risicovolle onderneming in plaats van één groot, lange termijn krediet. Deze methode wordt ook wel 'staged financing' genoemd en is vergelijkbaar met de verschillende investeringsrondes in een 'venture capital' fonds. De financier zal een beperkte hoeveelheid financieringsmiddelen voorzien opdat de onderneming een bepaalde mijlpaal kan bereiken, zoals een bepaalde hoeveelheid omzet, winst... Na het behalen of niet behalen van de mijlpaal zal de financier terug aan tafel gaan zitten met de onderneming om te onderhandelen over de verdere financiering. Op deze manier zal het uitgeleende bedrag steeds kleiner uitvallen dan wanneer er één groot langetermijnkrediet wordt toegekend en zal het risico van de financiële instelling verminderen (Metrick & Yasuda, 2010).

Banken gebruiken verschillende ratio's en kengetallen om te berekenen of zij weldegelijk geld willen lenen aan de onderneming en tegen welke voorwaarden. We onderscheiden hieronder vier factoren, die ook in de literatuur worden aangehaald, als factoren waarmee banken rekening houden wanneer ze een financieringsbeslissing nemen.

Een eerste factor is de leeftijd van de onderneming sinds de oprichting. Wanneer een financiële instelling geld leent aan een onderneming, ontstaan er vaak belangentegenstellingen tussen beide partijen. Het bedrijf dat het geld leent van de financiële instelling zal mogelijk andere plannen hebben met het geld dan dat de financiële instelling wenst. Uit onderzoek van Diamond (1989) blijkt dat ondernemingen met een heel korte financieringsgeschiedenis, het meest te maken hebben met belangentegenstellingen. De onderneming bestaat nog niet lang genoeg om als voldoende kredietwaardig gezien te worden door financiële instellingen. Voor bedrijven die daarentegen al een goede reputatie hebben opgebouwd op de financieringsmarkt, blijken de

belangentegenstellingen kleiner te zijn. Wanneer een onderneming reeds bij vorige kapitaal financieringen heeft aangetoond dat ze de convenanten van het krediet steeds is nagekomen en dat ze de geleende bedragen steeds op de gewenste termijnen heeft terugbetaald, dan zal de financiële instelling vertrouwen hebben in de onderneming en sneller een krediet toestaan (Diamond, 1989). Oudere bedrijven kunnen vaak ook een goede staat van dienst voorleggen over de bewezen prestaties en over de activa die beschikbaar zijn als onderpand (Voordeckers & Steijvers, 2006). We verwachten dan ook dat hoe langer de KMO reeds bestaat, hoe kleiner de kans op 'zero-leverage' zal zijn. Hieruit volgt de volgende onderzoekshypothese:

Hypothese 1a: "Er bestaat een negatief verband tussen de leeftijd van een KMO en de kans op 'zero-leverage'."

Een tweede factor waarmee banken rekening houden wanneer ze een financieringsbeslissing nemen, is de bedrijfsgrootte. Kleine ondernemingen hebben vaak problemen om een krediet te verkrijgen omwille van asymmetrische informatie. Asymmetrische informatie wijst op het feit dat de financiële instelling over minder informatie beschikt dan de onderneming die om een krediet vraagt. Wanneer een financiële instelling een krediet toekent aan een onderneming, weet zij niet met zekerheid wat de onderneming met het uitgeleende geld gaat doen. De financiële instelling kan wel allerlei convenanten opleggen zodat de onderneming zich moet houden aan bepaalde voorwaarden, maar toch kan de financiële instelling niet alles controleren (Wagenvoort, 2003).

Kleinere ondernemingen hebben bovendien minder gedetailleerde openbaarmakingsverplichtingen dan grote ondernemingen. Zo mogen zeer kleine ondernemingen, in de zin van artikel 1 van het koninklijk besluit van 12 september 1983, een vereenvoudigde boekhouding voeren. Deze vereenvoudigde boekhouding bevat enkel de vorderingen, schulden en kasverrichtingen. Artikel 93 van het Jaarrekeningbesluit bepaalt dan weer dat kleine ondernemingen, volgens artikel 15 van het Wetboek van Vennootschappen, de resultatenrekening mogen opmaken volgens het verkort schema. In het verkort schema van de resultatenrekening wordt er geen uitsplitsing gegeven naar de omzet, maar wordt enkel de brutomarge vermeld. In de brutomarge wordt het totaal van de bedrijfsopbrengsten verrekend met enkele bedrijfskosten (Van Hulle, Lybaert & Maes, 2015). Door deze minder gedetailleerde openbaarmakingsverplichtingen voor kleinere ondernemingen, zal de financiële instelling mogelijk onvoldoende informatie kunnen halen uit de jaarrekening van de onderneming. Hierdoor zal de asymmetrische informatie toenemen en zal de financiële instelling minder snel bereid zijn om een krediet toe te staan aan de betreffende onderneming.

We moeten hierbij wel opmerken dat de bedrijfsgrootte ook gezien kan worden als een vraagfactor en niet enkel als een aanbodfactor. De bedrijfsgrootte kan als vraagfactor ook een invloed hebben op het vóórkomen van 'zero-leverage'. Zo zullen grotere bedrijven vaak meer nood hebben aan lange termijn schuld financiering omdat ze grotere investeringen moeten uitvoeren. De vraag naar schuld financiering bij grote bedrijven zal dus groter zijn dan bij kleine bedrijven. Wanneer we de bedrijfsgrootte bekijken als een vraagfactor, dan leidt dit eveneens tot de conclusie dat kleine ondernemingen minder schulden aangaan dan grote ondernemingen (Bessler et al., 2013).

Het probleem van asymmetrische informatie, zal bij kleinere ondernemingen dus zorgen voor een beperkte schuldfinanciering. We verwachten daarom ook een negatief verband tussen de bedrijfsgrootte van de KMO en de kans op 'zero-leverage' voor die KMO. We stellen volgende onderzoekshypothese voorop:

Hypothese 1b: "Er bestaat een negatief verband tussen de bedrijfsgrootte van een KMO en de kans op 'zero-leverage'."

Een derde factor waarmee banken rekening houden bij een financieringsbeslissing is het onderpand. De contractuele relatie tussen een bank en een onderneming kan verstoord worden door de aanwezigheid van asymmetrische informatie, wat kan leiden tot een beperking in de kredietverlening. Het risico van de bank kan beperkt worden door het opnemen van onderpand in de kredietovereenkomst. Een onderpand is voor de bank een zekerheid, vaak in de vorm van een vast actief, zoals gebouwen, machines, rollend materieel... Het onderpand kan voor de bank een signaal zijn van kwaliteit van de kredietnemer en kan de 'agency' kosten van schulden verlagen (Voordeckers & Steijvers, 2006).

Het kredietbedrag dat de bank toestaat aan de onderneming is gelinkt aan de geschatte liquidatiewaarde van het onderpand (A. Berger & Udell, 2006). Wanneer de onderneming later niet in staat zou zijn om het geleende geld terug te betalen, kan de bank het onderpand verkopen en de opbrengsten hiervan voor zich houden. Op die manier kan de bank het geleende bedrag, of toch minstens een gedeelte hiervan, terugvorderen van de onderneming. Een bankier zal ook altijd de verkoopwaarde schatten van het vast actief, aangezien het vast actief mogelijk niet kan worden verkocht aan zijn boekwaarde. Wanneer een onderneming dus voldoende waardevolle activa als onderpand kan geven voor een krediet, dan kan dit leiden tot betere kredietvoorwaarden of zelfs de toekenning van een krediet dat anders niet zou worden toegekend (Benmelech & Bergman, 2009; Voordeckers & Steijvers, 2006).

KMO's zijn kleiner dan grote ondernemingen en hebben dan ook meestal een kleinere activabasis dan grote ondernemingen. Ze hebben onvoldoende activa dat als onderpand kan dienen voor een krediet. Hierdoor zal een KMO een hogere intrestkost moeten betalen op het krediet. Uit een onderzoek van Voordeckers en Steijvers (2006) blijkt dat grotere ondernemingen meer geneigd zijn om een hogere mate van onderpand aan te bieden aan hun bank. Hoe groter de onderneming dus is, hoe meer onderpand de onderneming waarschijnlijk bezit en hoe sneller de bank een krediet zal kunnen toestaan. We verwachten een negatief verband tussen het onderpand van een KMO en de kans op 'zero-leverage'. Hieruit volgt de volgende onderzoekshypothese:

Hypothese 1c: "Er bestaat een negatief verband tussen het bezit van onderpand in een KMO en de kans op 'zero-leverage'."

Een vierde en laatste factor die banken in acht nemen bij het nemen van een financieringsbeslissing is het bedrijfsrisico. In het onderzoek van Bessler et al. (2013) wordt het bedrijfsrisico gezien als een belangrijke drijfveer voor het aanhouden van 'zero-leverage'. Bedrijven met een hoog bedrijfsrisico zullen zich wat de activazijde van de balans betreft, meer bezighouden met risicobeheersing en zullen wat de passivazijde van de balans betreft, de hoeveelheid schulden in hun kapitaalstructuur verminderen. Kale, Noe en Ramirez (1991) beweren dat er in de meeste financiële handboeken wordt uitgegaan van een negatieve relatie tussen het optimale schuldniveau en het bedrijfsrisico. Hoe hoger het bedrijfsrisico, hoe hoger de kans op een faillissement bij een gegeven niveau van schulden. Wanneer het bedrijf zijn schulden verder zou verhogen, zal de kans op een faillissement verder stijgen. Daarom zullen bedrijven met een hoog bedrijfsrisico vaak beperkingen ondervinden in het verkrijgen van kredieten bij hun financiële instellingen. Kale et al. (1991) benadrukken wel dat deze relatie enkel correct is wanneer er verondersteld wordt dat het marginale belastingtarief gelijk is voor alle bedrijven.

Gale (1972) maakt een onderscheid tussen financieel risico en bedrijfsrisico. Financieel risico is het risico dat aandeelhouders ondervinden. Hoe hoger de ratio van vreemd vermogen ten opzichte van eigen vermogen, hoe meer financieel risico dat de aandeelhouders ondervinden. Het bedrijfsrisico hangt daarentegen af van de industrie waarin de onderneming actief is. Zo zou elke industrie een optimaal niveau aan schulden hebben. Gale (1972) is dan ook van mening dat bedrijven een laag niveau aan schulden hebben omdat ze een hoog bedrijfsrisico hebben. Het hoge bedrijfsrisico brengt mogelijk hoge faillissementskosten met zich mee en dat schrikt financiële instellingen af om de onderneming te financieren. Andere onderzoeken bevestigen eveneens een significant negatieve relatie tussen het bedrijfsrisico en het schuldniveau van de onderneming (Ferri & Jones, 1979; Flath & Knoeber, 1980).

Bedrijven met een hoger bedrijfsrisico hebben meer kans op een faillissement. Deze bedrijven met een hoger bedrijfsrisico zullen minder schulden kunnen aangaan, omdat financiële instellingen niet het risico willen lopen om een krediet te verstrekken aan een risicovolle onderneming. Bedrijven met een hoog bedrijfsrisico zullen dan ook sneller te maken hebben met 'zero-leverage'. We stellen volgende onderzoekshypothese:

Hypothese 1d: "Er bestaat een positief verband tussen het bedrijfsrisico van een KMO en de kans op 'zero-leverage'."

De mondiale economische en financiële crisis brak uit begin 2008. Deze crisis had heel wat gevolgen op de Belgische economie door een reeks uitzonderlijke schokken. In het artikel van De Sloover, Burggraeve en Dresse (2012) wordt de recente economische crisis besproken aan de hand van een analyse van het verloop van de bedrijfsinvesteringen. De investeringen in België lijken een duidelijk procyclisch karakter te hebben. Hiermee bedoelen we dat de investeringen het verloop van het bruto binnenlands product lijken te volgen. Als gevolg van de recente crisis daalden de bedrijfsinvesteringen in België dan ook sterk vanaf midden 2008 tot begin 2010. Vanaf midden 2010 zagen we een voorzichtig en later krachtig herstel opduiken, die de investeringen in de

Belgische economie terug deden aanzwengelen. De Belgische bedrijfsinvesteringen deden het tijdens de crisis echter nog niet zo slecht in vergelijking met andere Europese landen (De Sloover et al., 2012).

In een periode van financiële crisis is het voor kleine, startende bedrijven nog moeilijker om aan een krediet te geraken. De financiële voorwaarden om een krediet te krijgen, zullen voor deze bedrijven alleen maar verstrengen (Devos et al., 2012). Enkel sterk winstgevendende projecten, waarvoor er onvoldoende eigen middelen beschikbaar zijn, zullen worden gefinancierd met vreemd vermogen. Hierbij moet altijd in het achterhoofd gehouden worden dat het rendement van de investering groter moet zijn dan de kost van financiering, voordat bedrijven schulden zullen aangaan.

Macro-economische variabelen, zoals een financiële crisis, hebben over het algemeen een belangrijk effect op de financieringsbeslissingen van ondernemingen. Maar de impact van macro-economische variabelen verschilt van bedrijf tot bedrijf afhankelijk van de financiële beperkingen waarmee het bedrijf geconfronteerd wordt. Bedrijven die geen financiële beperkingen hebben, kunnen lenen om zo de impact van een economische schok weg te werken. Bedrijven die daarentegen financieel beperkt zijn, kunnen niet lenen door de hoge premie op externe financiering. Macro-economische factoren hebben dus over het algemeen een belangrijk effect op het vóórkomen van 'zero-leverage', maar dit effect lijkt meer uitgesproken te zijn voor financieel beperkte bedrijven (Dang, 2013).

We kunnen dus veronderstellen dat een financiële crisis een groter effect zal hebben op bedrijven met financiële beperkingen dan op bedrijven zonder financiële beperkingen. De financiële crisis is dus een versterkende factor op de relatie tussen de aanbodfactoren en het vóórkomen van 'zero-leverage'. We stellen volgende vier onderzoekshypothesen:

Hypothese 2a: "Een financiële crisis zal de negatieve relatie tussen de leeftijd van een KMO en de kans op 'zero-leverage' versterken."

Hypothese 2b: "Een financiële crisis zal de negatieve relatie tussen de bedrijfsgrootte van een KMO en de kans op 'zero-leverage' versterken."

Hypothese 2c: "Een financiële crisis zal de negatieve relatie tussen het bezit van onderpand in een KMO en de kans op 'zero-leverage' versterken."

Hypothese 2d: "Een financiële crisis zal de positieve relatie tussen het bedrijfsrisico van een KMO en de kans op 'zero-leverage' versterken."

6.2. Vraagfactoren

Een tweede groep van motieven van 'zero-leverage' worden ook wel de vraagfactoren genoemd. Het gaat hier over de intrinsieke voorkeur van de onderneming om geen financiële schulden aan te gaan. De onderneming zou wel geld kunnen lenen, maar ze wenst schuldenvrij te blijven omwille van diverse redenen. Vaak is het wel voordelig voor de onderneming om een bepaalde mate van schulden aan te gaan, maar wenst het management liever geen schulden aan te gaan. Het management zal bijvoorbeeld niet het risico willen lopen om een krediet aan te gaan en in de toekomst niet te kunnen voldoen aan de terugbetalingen van dat krediet. Bovendien zal het aangaan van een krediet ook leiden tot convenanten waaraan het management moet voldoen. Verder in deel 6.2.1. zullen we de verschillende redenen waarom het management geen schulden wenst aan te gaan, meer uitgebreid bespreken.

De belangen van het management, die vaak ook aandelen bezitten in de onderneming, wijken dus af van de belangen van de externe aandeelhouders. Doordat het management niet optimaal handelt in de belangen van de externe aandeelhouders ontstaan er 'agency' kosten. Het management zou namelijk beslissingen kunnen nemen die voor hen niet-financiële voordelen opleveren, maar het management zal slechts een deel van de kosten van deze niet-financiële voordelen dragen (Jensen & Meckling, 1976). Voor meer informatie omtrent deze 'agency' kosten verwijzen we naar deel 2.4. 'Agency Theory'. We bespreken hieronder de volgende twee vraagfactoren: 'entrenched managers' en familiebedrijven.

6.2.1. 'Entrenched managers'

Een eerste vraagfactor die de intrinsieke voorkeur van ondernemingen aangeeft om geen schulden aan te gaan, vinden we terug in de Engelstalige literatuur bij het begrip 'entrenched managers'. Onder 'entrenched managers' verstaan we managers die gaan handelen in hun eigenbelang of familiaal belang en niet in het belang van de aandeelhouders. 'Managerial entrenchment' leidt ertoe dat managers suboptimale beslissingen nemen en hierdoor de waarde van het bedrijf doen verminderen (P. Berger, Ofek & Yermack, 1997; Devos et al., 2012).

Eén van de suboptimale beslissingen die 'entrenched managers' kunnen nemen, is het schuldniveau van de onderneming naar beneden halen. Dit kan omwille van verschillende redenen. Eén van de redenen kan zijn om het risico van het bedrijf te verminderen en om het menselijk kapitaal te beschermen. Met menselijk kapitaal bedoelen we de totale kennis en vakmanschap van de werknemers binnen een organisatie. Werknemers die gedurende een bepaalde tijd voor een bedrijf werken, bouwen kennis en vaardigheden op binnen het bedrijf. De werknemers van een bedrijf zijn dan ook het brein en de drijvende kracht achter het kapitaal. Wanneer een onderneming in financiële moeilijkheden komt, verliest het zijn menselijk kapitaal dat het de voorbijgaande jaren heeft opgebouwd. Managers proberen het schuldniveau van de onderneming te beperken zodat ze niet het risico lopen om essentieel menselijk kapitaal te verliezen (Fama, 1980).

Een tweede reden waarom managers het schuldniveau van de onderneming willen verlagen, heeft te maken met de beperkingen die schuldfinanciering opleggen aan managers. Hoe hoger de financiële middelen die de manager ter beschikking heeft, hoe meer investeringen hij kan aangaan waarnaar zijn persoonlijke voorkeur uitgaat. Wanneer een bedrijf geen schulden aangaat, kunnen managers het geld dat beschikbaar is in de onderneming vrij beheren. Zij kunnen het geld gebruiken voor investeringen die zij boeiend vinden, ook al brengen deze investeringen geen positieve meerwaarde op. Wanneer daarentegen schulden worden aangegaan, zijn managers minder vrij om te doen met het geld wat zij willen. De financiële instelling die geld leent aan de onderneming zal strenge controles uitvoeren op het beheer van de liquide middelen. Hiernaast zal de financiële instelling ook convenanten koppelen aan het krediet, waardoor managers contractueel beperkt zijn om bepaalde investeringen uit te voeren. Managers prefereren dus zo hoog mogelijke financiële middelen binnen de onderneming die ze vrij kunnen beheren. Het aangaan van schulden legt managers echter beperkingen op. Daarom zullen managers er vaak voor kiezen om zo weinig mogelijk te financieren met schulden (Stulz, 1990).

Een derde en laatste reden waarom managers schulden trachten te vermijden, heeft te maken met de druk die er op de schouders van managers terechtkomt wanneer ze schulden aangaan. Wanneer een bedrijf schulden aangaat, zal het periodiek een bepaald bedrag moeten terugstorten aan de financiële instelling. Managers moeten ervoor zorgen dat ze voldoende financiële middelen ter beschikking blijven houden, zodat ze het krediet kunnen afbetalen. Deze druk zullen managers niet ervaren wanneer ze financieren met eigen vermogen, aangezien ze bij financiering met eigen vermogen niet verplicht zijn tot een periodieke terugbetaling (Jensen, 1986). Managers kunnen daarom geneigd zijn om zo weinig mogelijk met schulden te financieren.

De persoonlijke voorkeuren van de managers van het bedrijf kunnen afwijken van de voorkeuren van de aandeelhouders. Als een manager bijvoorbeeld veel aandelen bezit van het bedrijf, zal hij het kostelijker vinden om schulden aan te gaan, aangezien een deel van de opbrengst van investeringsprojecten dan naar de schuldeisers gaat (Strebulaev & Yang, 2013). De empirische resultaten uit de studie van Strebulaev en Yang (2013) bevestigen ook deze redenering. Van bedrijven uit de steekproef waar de CEO meer als 10% van de aandelen heeft, hebben maar liefst 22% geen schulden. Dit percentage is het dubbel van de fractie van 'zero-leverage' bedrijven in de totale steekproef. Bedrijven met een CEO die een belangrijk stuk van de aandelen bezit, gaan schulden dus vaak proberen te vermijden.

Een CEO die veel aandelen heeft in zijn bedrijf zal bovendien minder schulden willen aangaan, omdat zijn aandelenbezit hoogstwaarschijnlijk minder gediversifieerd is. Hij heeft veel aandelen van dat bedrijf en zal dus geen risico's willen nemen, omdat hij veel van zijn persoonlijke middelen heeft ingebracht in het bedrijf (Strebulaev & Yang, 2013). Wanneer het bedrijf in moeilijkheden terechtkomt, zal de CEO mogelijk een groot deel van zijn persoonlijk vermogen verliezen. De CEO zal daarom verkiezen om met zo weinig mogelijk risicovolle schulden te werken. Uit onderzoek van Lewellen (2006) blijkt dat, hoe groter het aandeelhouderschap van de CEO is, hoe minder schulden het bedrijf gemiddeld heeft. De volgende onderzoekshypothese kan worden geformuleerd:

Hypothese 3: "Er bestaat een positief verband tussen het aandeelhouderschap van de CEO in zijn KMO en het vóórkomen van 'zero-leverage' bij die KMO."

6.2.2. Familiebedrijven

Het familiale karakter van een bedrijf is een vierde vraagfactor die het bestaan van 'zero-leverage' bedrijven kan helpen verklaren. KMO's worden vaak gekenmerkt door een familiaal karakter en worden vaak vertegenwoordigd door een bedrijfsleider die een centrale rol opneemt in de onderneming. De bedrijfsleider bezit de meeste bevoegdheden in de onderneming. Bovendien zijn familiebedrijven niet onderworpen aan nauwkeurig onderzoek van de markt, waardoor eigenaren-bedrijfsleiders van het familiebedrijf hun voorkeuren en doelstellingen kunnen doordrukken in de onderneming (Romano & Tanewski, 2001).

Familiebedrijven hebben ook vaak geen middenkader waardoor er meer directe communicatie ontstaat tussen de bedrijfsleider en de arbeiders en bedienden. In familiebedrijven worden er niet altijd puur rationele beslissingen genomen, maar hangen de beslissingen vaak af van emotionele, familiale belangen (Delmotte, Lamberts, Sels & Van Hootegem, 2002). Romano en Tanewski (2001) verwijzen naar verschillende factoren die een invloed hebben op de financieringsbeslissing van familiebedrijven. Zij hebben aangetoond dat de grootte, de industrie, de leeftijd van de onderneming, de leeftijd van de CEO, de mate van familiale controle en de doelstellingen van de eigenaars een invloed kunnen hebben op de financieringsbeslissingen van het familiebedrijf.

Veel kleine bedrijven zijn familiebedrijven die zich niet focussen op de groei van de onderneming. Zij focussen zich eerder op het behouden van controle over de onderneming en willen hun eigen baas blijven. Familiebedrijven hebben daarom vaak de voorkeur voor financieringsopties die het binnendringen van externe partijen zo veel mogelijk beperken. Eigenaars van familiebedrijven herinvesteren de eerste jaren het meeste van hun financiën in de opstartende onderneming. In latere jaren zullen de winsten van de onderneming gebruikt worden om te herinvesteren en zal er minder beroep gedaan worden op herinvestering door middel van nieuw kapitaal (Romano & Tanewski, 2001).

Uit voorgaande studies blijkt dat familiebedrijven minder gebruik maken van schuldfinanciering (Strebulaev & Yang, 2013). Familieleden zijn eerder onzelfzuchtig en vinden het nuttig om de onderneming die in handen is van de familie, over te laten aan familieleden, zodat het welzijn van de andere familieleden wordt gewaarborgd. Een familiaal gecontroleerde onderneming zal dan ook eerder de lange termijn continuïteit van de onderneming nastreven en zal het risico van schulden hoger inschatten (Becker, 1981; Bertrand & Schoar, 2006). Familieleden die betrokken zijn in een familiebedrijf zullen in de loop der jaren meekrijgen dat de continuïteit van de onderneming heel belangrijk is. Het aanleren van het streven naar continuïteit, gebeurt door middel van een sociaal proces tussen de familieleden (Konopaski, Jack & Hamilton, 2015).

In het onderzoek van Strebulaev en Yang (2013) wordt aangetoond dat in de groep van familiebedrijven zich gemiddeld 6% meer 'zero-leverage' bedrijven bevinden dan in de groep van niet-familiebedrijven. Er wordt hier gecontroleerd voor de andere variabelen die mogelijk een invloed hebben op de 'zero-leverage' beslissing. In deze masterproef willen we het verband tussen familiebedrijven en het vóórkomen van 'zero-leverage' onderzoeken in de Belgische KMO context. We verwachten een positief verband tussen familiaal gecontroleerde KMO's en het vóórkomen van 'zero-leverage' bij deze familiaal gecontroleerde KMO's. We stellen daarom volgende hypothese:

Hypothese 4: "Er bestaat een positief verband tussen een organisatie als familiale KMO en het vóórkomen van 'zero-leverage' bij die KMO."

6.3 De cashflow van de onderneming

De cashflow van de onderneming is een laatste factor die mogelijk een invloed heeft op het vóórkomen van 'zero-leverage' bij Belgische KMO's. De cashflow geeft de in- en uitstroom van liquide middelen in de onderneming weer. De cashflow van een onderneming kan gezien worden als een vraagfactor, maar ook als een aanbodfactor. Wanneer we de cashflow bekijken langs de vraagzijde, dan hebben we het over de invloed die de cashflow uitoefent op de vraag naar schulden. We zouden kunnen stellen dat wanneer een onderneming over voldoende cashflow beschikt om zijn investeringsopportuniteiten te financieren, de onderneming geen nood meer heeft aan schuldfinanciering (Faulkender, Flannery, Hankins & Smith, 2012). Maar vaak zal de cashflow van een onderneming niet volstaan om lange termijn investeringen te financieren. Bovendien zal een onderneming zijn cashflow niet volledig willen aanwenden voor lange termijn investeringen, maar de cashflow eerder willen gebruiken als korte termijn werkkapitaal. Aan de vraagzijde van de financieringsmarkt denken we niet dat een hogere cashflow zal leiden tot het aangaan van minder schulden en dus tot meer 'zero-leverage'.

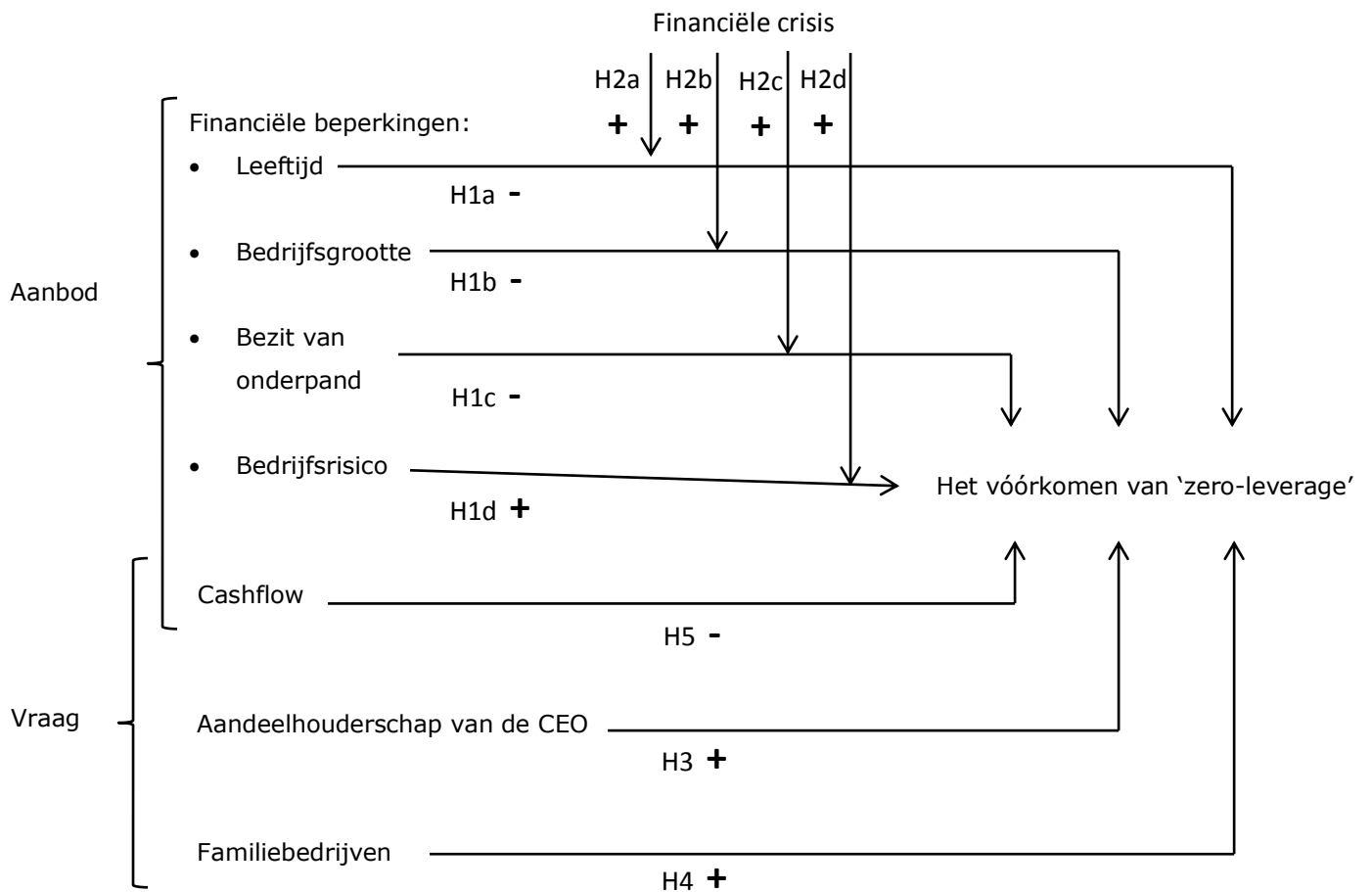
Wanneer we de cashflow bekijken als een aanbodfactor, bespreken we de invloed die de cashflow heeft op de financieringsbeslissing van financiële instellingen. De verwachte cashflows van een onderneming moeten groter zijn dan de eindwaarde van het krediet, opdat de financiële instelling het krediet zal toestaan. Wanneer een financiële instelling opmerkt dat de onderneming elk jaar voldoende financiële middelen ter beschikking heeft om een krediet af te lossen, zal de financiële instelling sneller geneigd zijn om een krediet toe te staan. De onderneming kan op die manier zijn liquiditeit aantonen (Sen & Chattopadhyay, 1995). We verwachten dus dat een stijging in de cashflows van de onderneming zal leiden tot een verhoogd aanbod aan financiële schulden voor die onderneming. Een stijging in de cashflows zal op die manier leiden tot een verlaagd aantal 'zero-leverage' bedrijven.

Aangezien we verwachten dat de cashflow van een onderneming als vraagfactor geen significant effect zal hebben op het vóórkomen van 'zero-leverage', concentreren we ons voor het opstellen

van de onderzoekshypothese enkel op de aanbodzijde van de financieringsmarkt. We verwachten dat financiële instellingen sneller bereid zullen zijn om een krediet toe te staan, wanneer de cashflow van de onderneming voldoende groot blijkt te zijn. Daarom veronderstellen we dat een hogere cashflow, de kans op 'zero-leverage' zal doen verminderen. We leiden volgende onderzoekshypothese af:

Hypothese 5: "Er bestaat een negatief verband tussen de cashflow in een KMO en de kans op 'zero-leverage'."

6.4. Conceptueel model



Hoofdstuk 7: Onderzoeksopzet

7.1. Dataverzameling

Om een onderzoek te voeren naar de motieven van KMO's om geen schuldfinanciering aan te gaan, volstaat het niet om enkel gegevens uit de Bel-First databank te gebruiken. We hebben nog andere externe informatie nodig om de relatie tussen de onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabele te testen. Deze informatie wordt verkregen uit de resultaten van een enquête inzake de intenties m.b.t. de bedrijfsoverdracht van Belgische KMO's. In het kader van een studie van de Universiteit Hasselt, werd de enquête willekeurig verstuurd naar Belgische NV's of BVBA's die ouder zijn dan twintig jaar. De enquêtes werden via de post verstuurd naar 2000 micro-ondernemingen, 1140 kleine ondernemingen en 960 middelgrote ondernemingen. Er werden 590 enquêtes ontvangen, wat neerkomt op een antwoordpercentage van 14,39%. Van deze 590 enquêtes werden dan nog 46 enquêtes geschrapt omdat er geen werknemers vermeld waren, omdat het grote ondernemingen waren of omdat de enquêtes laattijdig ontvangen werden.

De dataset die voortkomt uit de 544 enquêtes kunnen we koppelen aan de gegevens uit de Bel-First databank op basis van het ondernemingsnummer. In de enquête hebben 531 ondernemingen hun ondernemingsnummer ingevuld. Hiervan kunnen 15 ondernemingsnummers niet teruggevonden worden in de Bel-First databank en dus blijven er nog 516 ondernemingen over. Van deze 516 ondernemingen blijken 4 ondernemingen toch meer dan 250 werknemers te hebben tewerkgesteld over de periode 2006 t.e.m. 2014. Deze ondernemingen worden verwijderd uit de steekproef omdat ze niet aan de KMO-definitie voldoen, wat de steekproef brengt tot 512 ondernemingen.

De afhankelijke variabele in dit onderzoek is het vóórkomen van 'zero-leverage'. Hierbij moeten we weer een keuze maken op welke manier dat we schulden definiëren. Als we schulden definiëren als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar, dan zijn er heel wat ondernemingen die we moeten elimineren uit de steekproef omdat er geen gegevens beschikbaar zijn bij de schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar. We zouden dan slechts 103 ondernemingen behouden, waarvan 38 'zero-leverage' ondernemingen. Deze kleine steekproef zal mogelijk een vertekend beeld geven doordat we geen representatief beeld nemen van de populatie. We zullen daarom schulden definiëren als financiële schulden op meer dan één jaar. Voor de financiële schulden op meer dan één jaar zijn wel bij 472 van de 512 ondernemingen gegevens beschikbaar. Onze uiteindelijke steekproefgrootte bedraagt dus 472 ondernemingen.

7.2. Meten van variabelen

In de regressieanalyses zullen we gebruik maken van één afhankelijke variabele en zeven onafhankelijke variabelen. Hieronder beschrijven we bij elke variabele hoe we deze gaan meten. We starten met het bespreken van de afhankelijke variabele 'zero-leverage'. Zoals in de vorige hoofdstukken, definiëren we een KMO als een 'zero-leverage' KMO wanneer de KMO over een

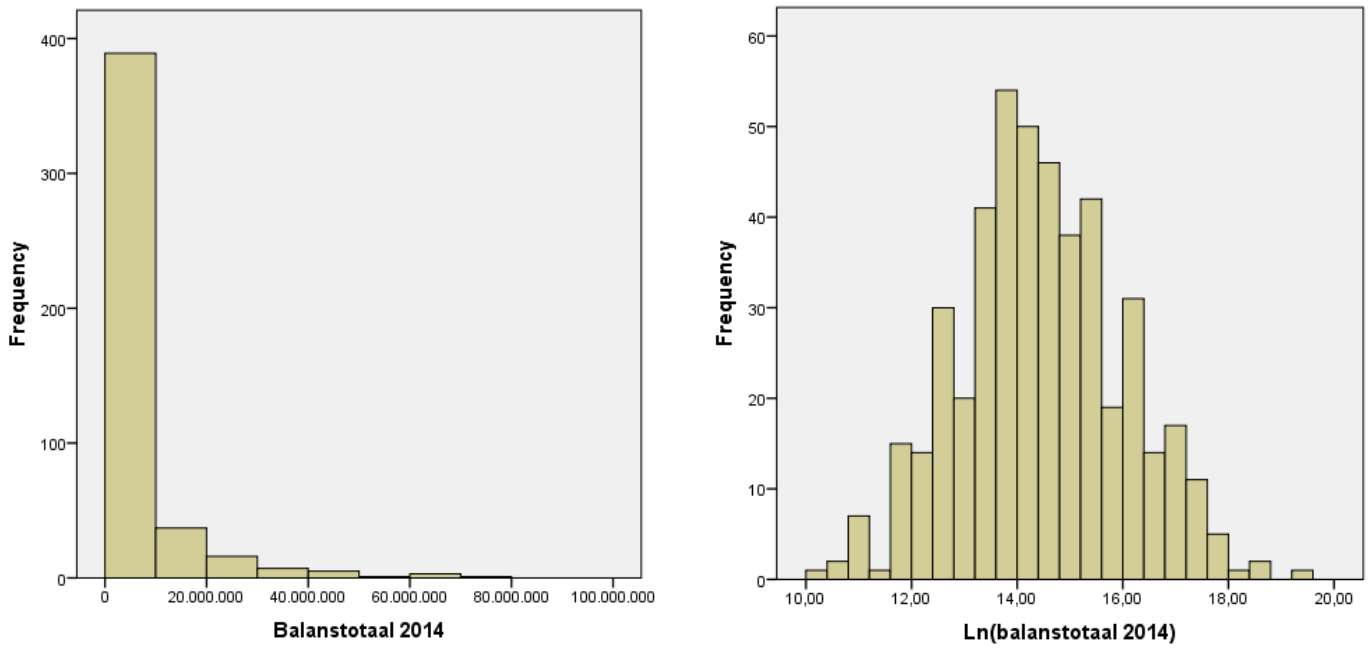
periode van negen jaar (van 2006 t.e.m. 2014) geen financiële schulden aangaat. We stellen een periode van negen jaar voorop omdat we willen vermijden dat bedrijven die toevallig in een bepaald jaar geen schulden bezitten, worden opgenomen als een 'zero-leverage' KMO. Wanneer de KMO een 'zero-leverage' KMO is, wijzen we de waarde 1 toe aan deze KMO. Wanneer de onderneming toch financiële schulden aangaat over de periode van negen jaar, wijzen we de waarde 0 toe aan de KMO.

Een eerste onafhankelijke variabele is de leeftijd van de onderneming. De leeftijd van de onderneming wordt berekend door het verschil te nemen van de datum waarop de gegevens verkregen werden (31/12/2014) en de datum van de oprichting van de onderneming. Deze periode wordt uitgedrukt in jaren. De verdeling van de variabele leeftijd is echter niet normaal verdeeld, maar eerder rechtsscheef verdeeld. De enquêtes werden namelijk enkel verstuurd naar bedrijven die ouder zijn dan twintig jaar. De steekproef bevat daarom veel bedrijven die net iets ouder zijn dan twintig jaar en heel weinig bedrijven die 100 jaar of ouder zijn. Om een logistische regressie te kunnen uitvoeren, willen we dat de onafhankelijke variabele ongeveer normaal verdeeld is. We kunnen dit oplossen door het natuurlijk logaritme te nemen van de variabele 'leeftijd'. Wanneer we het natuurlijk logaritme van de leeftijd van de onderneming nemen, blijkt de verdeling meer symmetrisch te zijn. We zullen verder in de regressieanalyses dan ook gebruikmaken van het natuurlijk logaritme van de leeftijd van de onderneming.

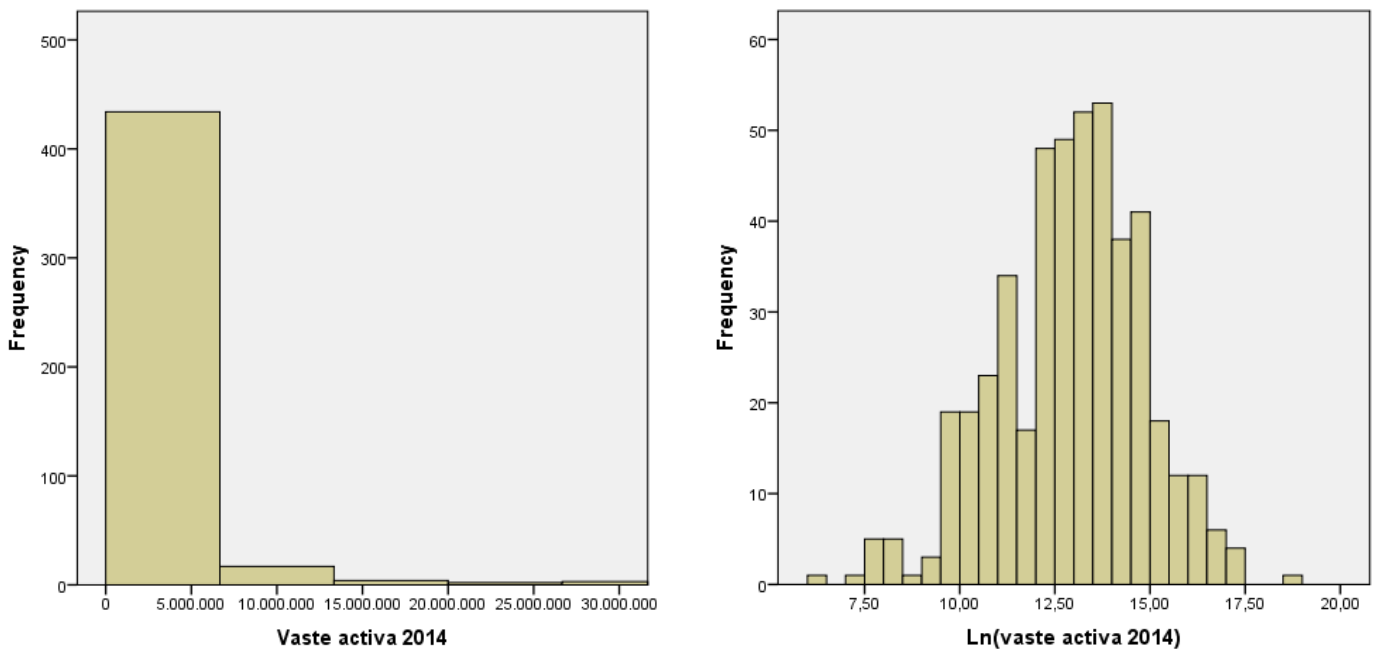
Een tweede onafhankelijke variabele is de bedrijfsgrootte. De bedrijfsgrootte gaan we meten aan de hand van het balanstotaal van de KMO in 2014. Uit de linkse grafiek van figuur 7 blijkt dat de verdeling van het balanstotaal eveneens niet normaal verdeeld is, maar sterk rechtsscheef verdeeld. Om de logistische regressie te kunnen uitvoeren, zullen we daarom ook het natuurlijk logaritme nemen van het balanstotaal. Zoals blijkt uit de rechtse grafiek van figuur 7 is het natuurlijk logaritme van het balanstotaal wel normaal verdeeld.

Een derde onafhankelijke variabele is het bezit van onderpand in een onderneming. We stellen het onderpand van een onderneming gelijk met de vaste activa in die onderneming in 2014. Meestal zijn het materiële vaste activa die in onderpand gegeven worden voor een lening, maar het kunnen ook financiële vaste activa, kosten van onderzoek en ontwikkeling of octrooien en licenties zijn die in onderpand worden gegeven. Daarom kiezen we ervoor om onderpand gelijk te stellen met de overkoepelende groep van vaste activa. Ook voor de vaste activa kunnen we in de linkse grafiek van figuur 8 vaststellen dat de verdeling niet normaal, maar sterk rechtsscheef verdeeld is. We zullen wederom gebruik maken van het natuurlijk logaritme van de vaste activa. Uit de rechtse grafiek van figuur 8 blijkt dat het natuurlijk logaritme van de vaste activa wel normaal verdeeld is.

Figuur 7: De verdeling van het balanstotaal in 2014 (links) en de verdeling van het natuurlijk logaritme van het balanstotaal in 2014 (rechts)

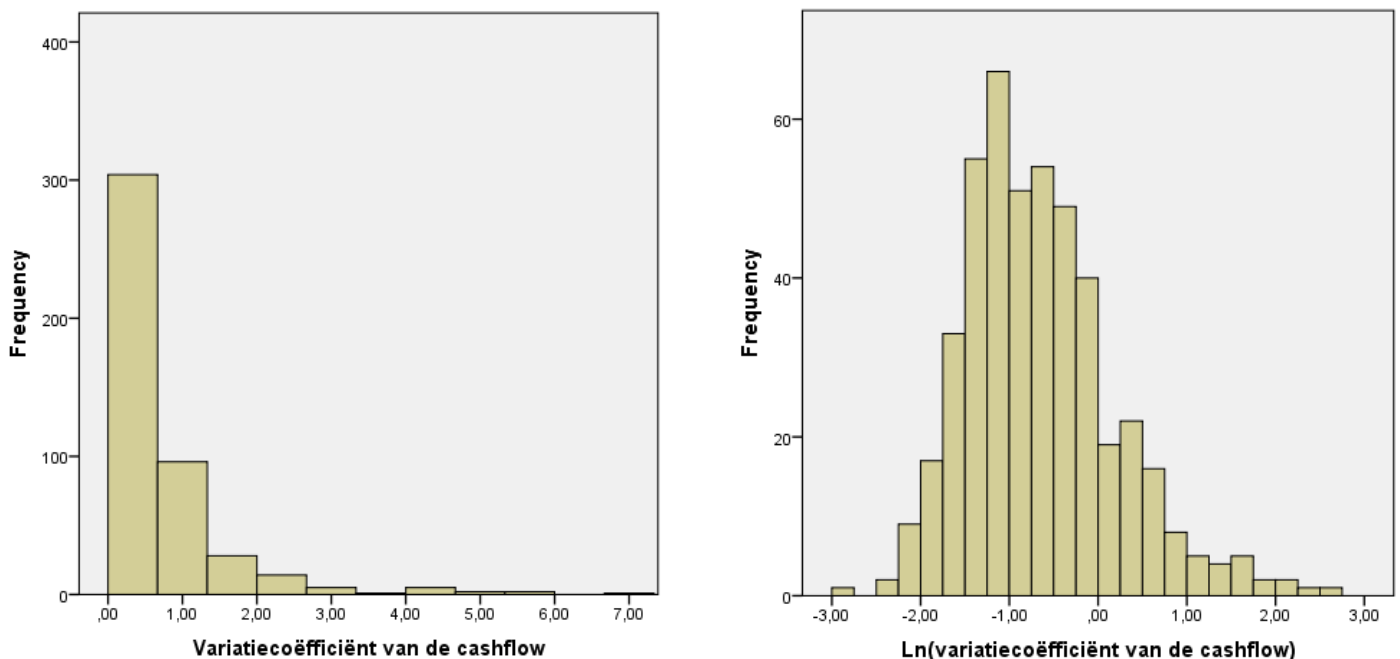


Figuur 8: De verdeling van de vaste activa in 2014 (links) en de verdeling van het natuurlijk logaritme van de vaste activa in 2014 (rechts)



Een vierde onafhankelijke variabele is het bedrijfsrisico van de onderneming. Het bedrijfsrisico kan op verschillende manieren gemeten worden. In het onderzoek van Bessler et al. (2013) wordt het bedrijfsrisico gemeten aan de hand van de volatiliteit van de activa. Er wordt hierbij gebruik gemaakt van het aandelenrendement. In het onderzoek van Kale et al. (1991) wordt er daarentegen gebruik gemaakt van de variatiecoëfficiënt van de cashflow als maatstaf voor het meten van het bedrijfsrisico. De variatiecoëfficiënt is de standaardafwijking gedeeld door de absolute waarde van het gemiddelde. De variatiecoëfficiënt is een maatstaf voor de relatieve spreiding van de gegevens ten opzichte van het gemiddelde. Hoe groter de variatiecoëfficiënt van de cashflows is, hoe groter de spreiding van de cashflows over de jaren heen. Wij zullen gebruik maken van de variatiecoëfficiënt van de cashflow om het bedrijfsrisico te meten. In de linkse grafiek van figuur 9 kunnen we zien dat de verdeling van de variatiecoëfficiënt van de cashflow niet normaal verdeeld is, maar sterk rechtsscheef verdeeld is. We zullen daarom ook hier weer gebruik maken van het natuurlijk logaritme van de variatiecoëfficiënt van de cashflow. Het natuurlijk logaritme van de variatiecoëfficiënt van de cashflow is wel normaal verdeeld, zoals blijkt uit de rechtse grafiek van figuur 9.

Figuur 9: De verdeling van de variatiecoëfficiënt van de cashflow (links) en de verdeling van het natuurlijk logaritme van de variatiecoëfficiënt van de cashflow (rechts)



De invloed van de financiële crisis op de relatie tussen de vier aanbodfactoren en het vóórkomen van 'zero-leverage' is een modererende factor. We zullen deze invloed testen door 'zero-leverage' op twee verschillende manieren te definiëren. Eerst definiëren we een onderneming als 'zero-leverage' wanneer de onderneming in de crisisjaren 2008, 2009 en 2010 geen financiële schulden op meer dan één jaar bezit (De Sloover et al., 2012). Hier gaan we dus de invloed na van de

aanbodfactoren op 'zero-leverage' in tijden van financiële crisis. In het tweede geval definiëren we een onderneming als 'zero-leverage' wanneer de onderneming in de jaren 2012, 2013 en 2014 geen financiële schulden op meer dan één jaar bezit. Hier gaan we de invloed na van de aanbodfactoren op 'zero-leverage' in tijden van economische groei. Wanneer we deze verschillende regressies met elkaar vergelijken dan kunnen we controleren of de financiële crisis een invloed heeft gehad op de relatie tussen de vier aanbodfactoren en het vóórkomen van 'zero-leverage'.

De mate van aandeelhouderschap van de CEO is een vijfde onafhankelijke variabele. We kunnen deze variabele afleiden uit de enquête inzake de intenties m.b.t. de bedrijfsoverdracht van Belgische KMO's. In de enquête werd aan de respondenten gevraagd hoeveel procent van de aandelen in handen zijn van de bedrijfsleider of CEO. De respondenten hadden zes antwoordmogelijkheden: 0%, 1-10%, 11-20%, 21-50%, 51-99% en 100%. Aan deze zes antwoordmogelijkheden wordt oplopend een cijfer van 1 t.e.m. 6 toegekend. We hebben hier dus niet te maken met een continue variabele, maar met een categorische variabele. De categorische variabele moet eerst omgezet worden naar dummy variabelen met de waarden 0 en 1. Wij zullen de zes antwoordmogelijkheden herleiden naar drie dummy variabelen. De eerste dummy variabele heeft de waarde 1 wanneer antwoordmogelijkheden 1 t.e.m. 4 werden gekozen. Dit komt overeen met een aandeelhouderspercentage van de CEO van maximum 50%. De tweede dummy variabele heeft de waarde 1 wanneer antwoordmogelijkheid 5 werd gekozen en het aandeelhouderspercentage minimum 51% en maximum 99% bedraagt. De derde dummy variabele heeft waarde 1 wanneer antwoordmogelijkheid 6 werd gekozen en het aandeelhouderspercentage 100% bedraagt. Deze laatste categorie beschouwen we als de referentiecategorie. De uitkomsten moeten geïnterpreteerd worden t.o.v. de referentiecategorie.

Een zesde onafhankelijke variabele is de variabele 'familiebedrijf'. In de literatuur bestaan er heel wat verschillende methoden om een familiebedrijf te definiëren. Chua, Chrisman en Sharma (1999) bespreken de verschillende definities van familiebedrijven die in de literatuur reeds gebruikt zijn en stellen zelf een theoretische definitie op voor familiebedrijven. Wij gaan gebruik maken van de enquête inzake de intenties m.b.t. de bedrijfsoverdracht van Belgische KMO's om de variabele 'familiebedrijf' te definiëren. We kiezen ervoor om een familiebedrijf op twee verschillende methoden te definiëren. Bij de eerste methode maken we gebruik van de enquêtevraag waarin gevraagd werd om de criteria die van toepassing zijn op het bedrijf aan te kruisen. Twee van de criteriamogelijkheden waren de volgende:

- meer dan 50% van de eigendom is in handen van één familie;
- het bedrijf wordt als een familiebedrijf beschouwd.

Wanneer één van deze twee criteria of beide criteria werden aangekruist, spreken we van een familiebedrijf en krijgt de onafhankelijke variabele 'Familiebedrijf 1' de waarde 1 toegewezen. Wanneer geen van beide criteria werden aangekruist, krijgt de variabele 'Familiebedrijf 1' de waarde 0 toegewezen.

Bij een tweede, strengere methode om een familiebedrijf te definiëren maken we gebruik van een andere enquêtevraag waarin gevraagd werd naar de aandeelhouderstructuur van het bedrijf. Wanneer de respondent minstens één van de volgende twee antwoordmogelijkheden aankruist:

- alle aandelen zijn in het bezit van familieleden;
- meer dan 50% van de aandelen zijn in het bezit van familieleden;

dan spreken we van een familiebedrijf en krijgt de onafhankelijke variabele 'Familiebedrijf 2' de waarde 1 toegewezen. Wanneer geen van beide criteria werden aangekruist, krijgt de variabele 'Familiebedrijf 2' de waarde 0 toegewezen.

De cashflow van de onderneming is de zevende en laatste onafhankelijke variabele in ons regressiemodel. De cashflow geeft de in- en uitstroom van liquide middelen in de onderneming weer. De cashflow kan zowel een negatief als een positief bedrag bevatten. We kunnen het cijfer voor de cashflow raadplegen in de Bel-First databank.

7.3. Uitschieters

Uitschieters zijn waarden die relatief ver van de andere gegevens verwijderd liggen. Het zijn extreem positieve of extreem negatieve waarden die mogelijk de regressieanalyse kunnen vertekenen. Daarom zullen wij uitschieters uit de steekproef verwijderen. We zullen enkel uitschieters kunnen aantonen voor de vijf continue, onafhankelijke variabelen: de cashflow, het natuurlijk logaritme van de leeftijd van de onderneming, het natuurlijk logaritme van het balanstotaal, het natuurlijk logaritme van de vaste activa en het natuurlijk logaritme van de variatiecoëfficiënt van de cashflow. Voor de onafhankelijke variabele 'aandeelhouderschap van de CEO' kunnen we geen uitschieters aantonen omdat er enkel gehele waarden van 1 tot en met 6 mogelijk zijn. We zien dit ook in het boxplot in bijlage 1, waarbij er geen uitschieters op te merken zijn. Voor de onafhankelijke variabelen 'familiebedrijf 1' en 'familiebedrijf 2' en voor de afhankelijke variabele 'zero-leverage' kunnen we geen uitschieters aantonen omdat het dummyvariabelen zijn die enkel de waarde 0 of 1 aannemen.

We stellen voor de vijf continue, onafhankelijke variabelen een boxplot op via SPSS. Een boxplot is een grafische weergave van het minimum, het eerste kwartiel, de mediaan, het derde kwartiel en het maximum van de waargenomen data. De box wordt gevormd door het eerste kwartiel en het derde kwartiel. Het eerste kwartiel geeft de grens weer waaronder 25% van de ondernemingen liggen en het derde kwartiel geeft de grens weer waaronder 75% van de ondernemingen liggen. Zowel boven als onder de box ligt dus telkens 25% van de ondernemingen. De zwarte lijn in de box geeft de mediaan aan. De horizontale lijnen boven en onder de box geven de waarden weer die op anderhalve interkwartielafstand van de box liggen. De interkwartielafstand komt overeen met de lengte van de box. Ondernemingen die buiten de horizontale lijnen liggen, tussen anderhalve en drie interkwartielafstanden van de box, worden outliers genoemd. Deze outliers worden in het boxplot aangeduid met een bolletje. Ondernemingen die op meer dan drie interkwartielafstanden van de box liggen, worden extremen genoemd. Deze extremen worden aangeduid met een sterretje (De Vocht, 2013). In deze masterproef zullen we ervoor kiezen om enkel de extremen uit de steekproef te weren.

De boxplots voor de vijf continue, onafhankelijke variabelen zijn terug te vinden in bijlagen 2, 3, 4, 5 en 6. Voor de cashflow van de onderneming zien we in bijlage 2 dat er boven het boxplot zes sterretjes verschijnen met waarden die duidelijk hoger liggen dan de andere waarden. Onder het boxplot zien we slechts één sterretje dat duidelijk meer dan drie interkwartielafstanden van de box ligt. We zullen dan ook deze zeven voorgenoemde cases verwijderen uit onze steekproef om mogelijke vertekening te vermijden. Voor het natuurlijk logaritme van de leeftijd van de onderneming, het natuurlijk logaritme van het balanstotaal en het natuurlijk logaritme van de vaste activa vinden we geen extremen terug, zoals we in bijlagen 3, 4 en 5 kunnen zien. We vinden wel enkele outliers terug die tussen anderhalve en drie interkwartielafstanden van de box liggen en aangeduid zijn met een bolletje. Zoals hiervoor reeds vermeld zullen we deze outliers niet verwijderen. Ten slotte verwijderen we voor het natuurlijk logaritme van de variatiecoëfficiënt van de cashflow nog vier cases die aangeduid worden met een sterretje in bijlage 6. In totaal worden dus elf cases aangeduid als extremen, waarvan één case tweemaal wordt aangeduid als een extreme waarde. We verwijderen tien extremen waardoor de steekproefgrootte daalt van 472 ondernemingen naar 462 ondernemingen.

7.4. Beschrijvende statistiek

Op de gegevens uit de Bel-First databank worden later enkele statistische regressieanalyses uitgevoerd. In dit deel zullen we eerst de afhankelijke en onafhankelijke variabelen bespreken. Tabel 5 geeft een overzicht van het aantal 'zero-leverage' KMO's dat vóórkomt in onze steekproef. We zien dat op een totaal van 462 ondernemingen, 64 ondernemingen een waarde van 1 hebben, wat betekent dat de onderneming een 'zero-leverage' onderneming is. Dit komt overeen met 13,85% van de ondernemingen. We bekomen voor deze steekproef een 'zero-leverage' percentage dat een stuk lager ligt dan het 'zero-leverage' percentage van 35,87% dat we in hoofdstuk 3 vonden voor de hele populatie van Belgische KMO's. Een mogelijke oorzaak voor dit verschil ligt aan het feit dat we in onze steekproef enkel bedrijven hebben opgenomen die twintig jaar of ouder zijn. Zoals we in deel 6.1. al hebben beweerd, zullen oudere ondernemingen vaak meer schulden aangaan, wat betekent dat zij minder te maken hebben met 'zero-leverage'. De resultaten uit tabel 5 bevestigen dan ook onze beweringen uit deel 6.1.

Tabel 5: Frequentietabel van de afhankelijke variabele

	Frequentie	Percentage
Waarde 0	398	86,15%
1	64	13,85%
Totaal	462	100%

7.4.1. Aanbodfactoren

Bij de aanbodfactoren spreken we van vier onafhankelijke variabelen en één modererende variabele die mogelijk een invloed hebben op de afhankelijke variabele. Een eerste onafhankelijke variabele is de leeftijd van de onderneming. We zien in tabel 6 dat van 462 ondernemingen uit de steekproef de mediaan van de leeftijd 29 jaar bedraagt. We moeten hierbij wel opmerken dat de enquêtes enkel verstuurd werden naar bedrijven die ouder zijn dan twintig jaar en dat onze steekproef dus enkel bedrijven bevat die ouder zijn dan twintig jaar. Aangezien het cijfer voor de 'skewness' positief is en groter dan 1, is de leeftijd van de ondernemingen in de steekproef rechtsscheef verdeeld. Er zijn veel bedrijven die tussen twintig en veertig jaar oud zijn en maar enkele bedrijven die ouder zijn dan veertig jaar.

Tabel 6: Beschrijvende statistiek voor de onafhankelijke aanbodvariabelen

		Leeftijd onderneming	Balanstotaal 2014	Vaste activa 2014	Cashflow 2014
N	Valid	462	462	462	462
	Missing	0	0	0	0
Mean		32,14	7.217.655,94	2.967.349,45	505.358,83
Median		29,47	1.692.251,50	462.102,00	133.545,00
Std. Deviation		10,74	39.430.231,71	30.748.999,45	1.298.455,08
Skewness		1,459	19,098	21,106	7,140
Std. Error of Skewness		0,114	0,114	0,114	0,114
Minimum		20,02	30.817,00	618,00	-1.471.981,00
Maximum		80,85	818.656.390,00	658.409.659,00	16.943.216,00
Percentiles	25	24,75	691.502,50	103.687,25	45.071,50
	50	29,47	1.692.251,50	462.102,00	133.545,00
	75	37,14	5.006.092,75	1.338.325,50	473.617,25

Een tweede onafhankelijke variabele is het balanstotaal van de onderneming in 2014. Zoals blijkt uit tabel 6 bedraagt de mediaan van het balanstotaal 1 692 252 euro. Aan het sterk positieve getal voor de 'skewness' zien we dat er heel wat bedrijven zijn die een balanstotaal hebben dat minder bedraagt dan het gemiddelde. Er zijn enkele bedrijven die een vrij hoog balanstotaal hebben. De kwartielcijfers bevestigen eveneens voorgaande conclusie. Maar liefst 75% van de bedrijven hebben een balanstotaal van minder dan 5 006 093 euro, wat in vergelijking met het maximum niet zo veel hoger ligt dan de mediaan.

Een derde onafhankelijke variabele zijn de vaste activa van de onderneming in 2014. Uit tabel 6 blijkt dat de mediaan voor de vaste activa 462 102 euro bedraagt. Ook hier zien we dat de

waarden sterk rechtsscheef verdeeld zijn. Er zijn slechts enkele bedrijven die een heel grote vaste activabasis hebben, maar wel veel ondernemingen met een relatief kleine vaste activabasis.

Een vierde onafhankelijke variabele is de cashflow van de onderneming in 2014, die we in onze regressie gebruiken als vraag/aanbodfactor, maar ook om het bedrijfsrisico te meten aan de hand van de variatiecoëfficiënt van de cashflow. De cashflow geeft de in- en uitstroom van liquide middelen in de onderneming weer. Tabel 6 geeft weer dat de mediaan van de cashflow 133 545 euro bedraagt. De cashflow van de onderneming op het einde van het jaar kan ook negatief zijn wanneer er meer geld uit de onderneming is gegaan dan dat er geld is binnengekomen. We zien dit ook aan het minimum voor de cashflow in 2014 dat sterk negatief is. De sterk positieve 'skewness' wijst weer op een rechtsscheve verdeling, waarbij er heel veel ondernemingen zijn met een lage of zelfs negatieve cashflow en maar enkele ondernemingen met een sterk positieve cashflow.

In tabel 7 gaan we de vier onafhankelijke variabelen uit tabel 6 uitsplitsen naar 'zero-leverage' ondernemingen en 'leverage' ondernemingen. We kunnen aan de hand van een t-test voor twee onafhankelijke steekproeven nagaan of er een significant verschil bestaat tussen de 'zero-leverage' ondernemingen en de 'leverage' ondernemingen wat betreft deze vier onafhankelijke variabelen. Uit tabel 7 blijkt dat 'zero-leverage' ondernemingen iets ouder zijn dan 'leverage' ondernemingen. Een t-test op de gemiddelde leeftijd in beide categorieën van ondernemingen toont een significant verschil aan op significantieniveau 10%. 'Zero-leverage' ondernemingen zijn over het algemeen net iets ouder dan 'leverage' ondernemingen.

Voor het balanstotaal merken we op dat 'zero-leverage' ondernemingen over het algemeen een hoger balanstotaal hebben dan 'leverage' ondernemingen. De t-test voor het testen van het verschil in de gemiddeldes toont echter geen significant verschil aan. Het is opmerkelijk dat er geen significant verschil kan worden aangetoond in de t-test, aangezien het gemiddelde balanstotaal voor 'zero-leverage' ondernemingen en het gemiddelde balanstotaal voor 'leverage' ondernemingen toch sterk verschillen. In SPSS wordt de t-waarde voor het balanstotaal echter op een andere manier berekend omdat de varianties in beide populaties significant van elkaar verschillen. Er wordt voor de t-test gebruik gemaakt van afzonderlijke steekproefvarianties in plaats van het gewogen gemiddelde van beide steekproefvarianties (De Vocht, 2013). We kunnen dus niet aantonen dat het gemiddelde balanstotaal van 'zero-leverage' ondernemingen significant verschilt van het gemiddelde balanstotaal van 'leverage' ondernemingen, omwille van de sterke verschillen in de varianties tussen beide populaties.

In tabel 7 zien we ook dat de gemiddelde vaste activa bij 'zero-leverage' ondernemingen hoger ligt dan bij 'leverage' ondernemingen, terwijl de mediaan juist het omgekeerde aangeeft. De t-test voor het verschil in de gemiddeldes toont aan dat er geen significant verschil bestaat tussen 'zero-leverage' ondernemingen en 'leverage' ondernemingen. We kunnen ook hier weer geen significant verschil aantonen op basis van een t-test omwille van de sterke verschillen in de varianties tussen beide populaties.

'Zero-leverage' ondernemingen lijken op het eerste zicht een hogere cashflow te hebben dan 'leverage' ondernemingen. Een t-test toont aan dat er een significant verschil bestaat op significantieniveau 10%. Bij 'zero-leverage' ondernemingen blijkt de in- en uitstroom van liquide middelen groter te zijn dan bij 'leverage' ondernemingen.

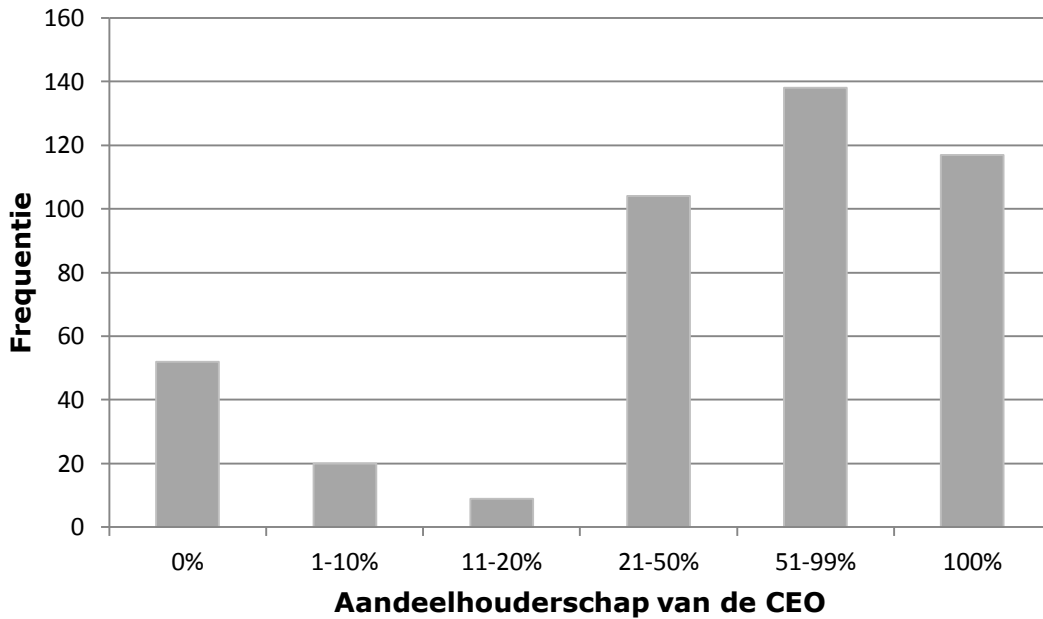
Tabel 7: Beschrijvende statistiek met t-test voor de onafhankelijke aanbodvariabelen

		Aantal	Gemiddelde	Mediaan	T-waarde van het verschil	Significantie
Leeftijd onderneming	Zero-leverage	64	34,47	31,38	1,878	0,061
	Leverage	398	31,76	29,03		
Balanstotaal 2014	Zero-leverage	64	21.594.885,31	3.010.713,50	1,299	0,199
	Leverage	398	4.905.739,65	1.641.295,50		
Vaste activa 2014	Zero-leverage	64	12.008.398,48	273.721,50	1,022	0,311
	Leverage	398	1.513.512,42	495.515,00		
Cashflow 2014	Zero-leverage	64	1.059.472,66	244.329,50	1,862	0,067
	Leverage	398	416.255,10	129.965,50		

7.4.2. Vraagfactoren

We onderscheiden twee vraagfactoren: 'aandeelhouderschap van de CEO' en 'familiebedrijf'. De mate van aandeelhouderschap van de CEO kunnen we afleiden uit de enquête inzake de intenties m.b.t. de bedrijfsoverdracht van Belgische KMO's. Respondenten werden gevraagd om aan te duiden hoeveel procent van de aandelen in handen waren van de CEO. Er waren zes mogelijke antwoorden: 0%, 1-10%, 11-20%, 21-50%, 51-99% en 100%. In figuur 10 wordt weergegeven hoe vaak een bepaalde antwoordmogelijkheid werd aangekruist. In 22 enquêtes werd bij deze vraag geen antwoord aangekruist. We kunnen uit figuur 10 afleiden dat in meer dan de helft van de bedrijven uit onze steekproef de CEO minstens 51% van de aandelen heeft in het bedrijf.

Figuur 10: Frequentiehistogram voor het aandeelhouderschap van de CEO



Om te definiëren of een bedrijf een familiebedrijf is of niet, maken we gebruik van twee verschillende methodes. Bij de eerste methode is een bedrijf een familiebedrijf wanneer meer dan 50% van de eigendom in handen is van één familie of wanneer het bedrijf als een familiebedrijf wordt beschouwd. Van de 462 Belgische KMO's uit onze steekproef bleken er 389 een familiebedrijf te zijn op basis van de eerste methode. Dit komt neer op 84,20% van de KMO's uit de steekproef.

Bij de tweede methode is een bedrijf een familiebedrijf wanneer minstens 50% van de aandelen in het bezit zijn van familieleden. Van de 462 Belgische KMO's uit onze steekproef bleken er 238 een familiebedrijf te zijn op basis van de tweede methode om een familiebedrijf te definiëren. Dit komt neer op 51,52%, wat toch een stuk lager ligt dan bij de eerste methode.

7.5. Multicollineariteit

Er is sprake van multicollineariteit wanneer twee of meer variabelen in een regressiemodel sterk met elkaar gecorreleerd zijn. Er bestaan twee soorten multicollineariteit: perfecte multicollineariteit en imperfecte multicollineariteit. Bij perfecte multicollineariteit zijn twee of meer variabelen perfect met elkaar gecorreleerd en is de correlatiecoëfficiënt gelijk aan 1. Perfecte multicollineariteit ontstaat dus wanneer een onafhankelijke variabele een perfect lineaire combinatie vormt met een andere onafhankelijke variabele. Bij imperfecte multicollineariteit zijn twee of meer variabelen sterk met elkaar gecorreleerd. We spreken van imperfecte multicollineariteit wanneer de correlatiecoëfficiënt groter is dan 0,8. Wanneer er perfecte of imperfecte multicollineariteit voorkomt in een regressieanalyse is het best om de twee variabelen die sterk met elkaar gecorreleerd zijn niet allebei op te nemen in de regressie. Dit zou namelijk kunnen leiden tot een vertekening van de regressiecoëfficiënten (De Vocht, 2013).

In tabel 8 worden de correlatiecoëfficiënten (Pearson Correlation) en de bijhorende significanties weergegeven. Er is mogelijk sprake van multicollineariteit wanneer de correlatie tussen twee variabelen groter is dan 0,8. We zien dat enkel bij de correlatie tussen het natuurlijk logaritme van het balanstotaal en het natuurlijk logaritme van de vaste activa, de correlatiecoëfficiënt groter is dan 0,8 en dus duidelijk significant. De correlatiecoëfficiënt tussen het natuurlijk logaritme van het balanstotaal en het natuurlijk logaritme van de vaste activa bedraagt 0,812.

We zien ook in de correlatiematrix dat er een positief verband bestaat tussen het balanstotaal en de cashflow met een correlatiecoëfficiënt van 0,639. Dit is ook logisch, want wanneer de cashflow stijgt, dan zal het balanstotaal automatisch mee stijgen. Er valt eveneens een positieve relatie op te merken tussen de vaste activa en de cashflow, met een correlatiecoëfficiënt van 0,574. Ook tussen de twee verschillende familievariabelen bestaat er een positief verband, met een correlatiecoëfficiënt van 0,339. Het is logisch dat twee variabelen die hetzelfde zouden moeten meten, met elkaar gecorreleerd zijn. We zullen deze twee variabelen dan ook nooit samen opnemen in één model, maar we zullen twee verschillende modellen creëren waarin we telkens één van de twee familievariabelen opnemen. De correlaties tussen de overige variabelen zijn minder sterk.

Om te controleren of er effectief sprake is van multicollineariteit, maken we gebruik van VIF-waarden. VIF staat voor Variance Inflation Factor en is gelijk aan één gedeeld door de tolerantie. Er wordt algemeen aangenomen dat wanneer de VIF-waarde kleiner is dan 10, er geen probleem is in verband met de multicollineariteit. In tabel 9 zien we dat de VIF-waarde voor het natuurlijk logaritme van het balanstotaal 3,708 bedraagt en de VIF-waarde voor het natuurlijk logaritme van de vaste activa 3,056 bedraagt. Deze waarden liggen ruim onder de grens van 10, wat er op wijst dat er geen sprake is van multicollineariteit.

Op basis van de VIF-waarden voor het balanstotaal en de vaste activa zouden we kunnen besluiten dat er geen sprake is van multicollineariteit. We bekomen echter een zeer hoge correlatiecoëfficiënt tussen het natuurlijk logaritme van het balanstotaal en het natuurlijk logaritme van de vaste activa. Om niet het risico te lopen op multicollineariteit in ons regressiemodel, wordt ervoor gekozen om het natuurlijk logaritme van het balanstotaal en het natuurlijk logaritme van de vaste activa niet samen op te nemen in een regressiemodel.

Tabel 8: Correlatiematrix

	Zero-leverage	Ln (leeftijd onderneming)	Ln (balanstotaal 2014)	Ln (vaste activa 2014)	Ln (variatie-coëfficiënt van de cashflow)	Aandeelhouderschap van de CEO	Familiebedrijf 1	Familiebedrijf 2	Cashflow 2014
Zero-leverage	1								
	Pearson Correlation	,080	,075	-,070	,073	-,065	-,153**	-,087	,171**
	Sig. (2-tailed)	,086	,108	,131	,115	,174	,001	,061	,000
	N	462	462	462	462	440	462	462	462
Ln (leeftijd onderneming)		1							
	Pearson Correlation	,080	,193**	,144**	-,023	-,054	-,050	-,046	,095*
	Sig. (2-tailed)	,086	,000	,002	,625	,258	,279	,322	,041
	N	462	462	462	462	440	462	462	462
Ln (balanstotaal 2014)			1						
	Pearson Correlation	,075	,812**	,812**	-,164**	-,332**	-,193**	-,012	,536**
	Sig. (2-tailed)	,108	,000	,000	,000	,000	,000	,802	,000
	N	462	462	462	462	440	462	462	462
Ln (vaste activa 2014)				1					
	Pearson Correlation	-,070	,144**	,812**	1	-,206**	-,040	,050	,463**
	Sig. (2-tailed)	,131	,002	,000	,000	,000	,000	,288	,000
	N	462	462	462	462	440	462	462	462
Ln (variatiecoëfficiënt van de cashflow)					1				
	Pearson Correlation	,073	-,023	-,227**	1	-,017	-,063	,018	-,094*
	Sig. (2-tailed)	,115	,625	,000	,000	,722	,177	,692	,044
	N	462	462	462	462	440	462	462	462
Aandeelhouderschap van de CEO						1			
	Pearson Correlation	-,065	-,332**	-,206**	-,017	1	,291**	-,172**	-,193**
	Sig. (2-tailed)	,174	,000	,000	,722	,000	,000	,000	,000
	N	440	440	440	440	440	440	440	440
Familiebedrijf 1							1		
	Pearson Correlation	-,153**	-,193**	-,040	-,063	,291**	1	,340**	-,184**
	Sig. (2-tailed)	,001	,000	,000	,177	,000	,000	,000	,000
	N	462	462	462	462	462	462	462	462
Familiebedrijf 2								1	
	Pearson Correlation	-,087	,061	,050	,018	-,172**	,340**	1	-,036
	Sig. (2-tailed)	,061	,802	,288	,692	,000	,000	,000	,440
	N	462	462	462	462	462	462	462	462
Cashflow 2014									1
	Pearson Correlation	,171**	,095*	,463**	-,094*	-,193**	-,184**	-,036	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,041	,000	,044	,000	,000	,440	,000
	N	462	462	462	462	440	462	462	462

** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed).

Tabel 9: VIF-waarden

	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
Ln (leeftijd onderneming)	0,962	1,040
Ln (balanstotaal 2014)	0,270	3,708
Ln (vaste activa 2014)	0,372	3,056
Ln (variatiecoëfficiënt van de cashflow)	0,932	1,073
Aandeelhouderschap van de CEO	0,756	1,324
Familiebedrijf 1	0,743	1,347
Familiebedrijf 2	0,809	1,236
Cashflow 2014	0,656	1,525

Hoofdstuk 8: Empirisch onderzoek

8.1. Regressieanalyse

Zoals eerder vermeld zullen wij gebruik maken van een logistisch regressiemodel, omdat onze afhankelijke variabele 'zero-leverage' een dichotome variabele is, die enkel de waarden 0 en 1 kan aannemen. Logistische regressie gaat om de berekening van de kans op een gebeurtenis, op basis van de onafhankelijke variabelen (De Vocht, 2013). De gebeurtenis is in dit geval het vóórkomen van 'zero-leverage'. Wanneer 'zero-leverage' vóórkomt bij een KMO, dan krijgt de KMO de waarde 1 toegewezen. We zullen aan de hand van de logistische regressie nagaan of de onafhankelijke variabelen een invloed hebben op de kans dat de KMO geen financiële schulden aangaat op meer dan één jaar. De regressies zullen worden uitgevoerd aan de hand van het statistisch programma SPSS.

In de regressiemodellen 1a, 1b, 2a en 2b bespreken we zowel de aanbodfactoren als de vraagfactoren en definiëren we een KMO als een 'zero-leverage' KMO wanneer de KMO over een periode van 9 jaar (van 2006 t.e.m. 2014) geen financiële schulden aangaat. Om multicollineariteit te vermijden, hebben we een opsplitsing gemaakt in de data. In model 1a en model 2a wordt het balanstotaal van de onderneming opgenomen in de regressie, maar worden de vaste activa uit de regressie gelaten. In model 1b en model 2b nemen we de vast activa wel op in de regressie, maar gaan we het balanstotaal uit de regressie weren. Bovendien wordt de variabele 'Familiebedrijf 1' enkel opgenomen in model 1a en model 1b en wordt de variabele 'Familiebedrijf 2' enkel opgenomen in model 2a en model 2b.

Om het effect van de financiële crisis te bespreken, gaan we enkel de aanbodfactoren opnemen in regressiemodellen 3a, 3b, 4a en 4b. We maken gebruik van enerzijds modellen 3a en 3b en anderzijds modellen 4a en 4b omdat we het effect willen nagaan van de aanbodfactoren op 'zero-leverage' gedefinieerd in twee verschillende tijdsperiodes. In modellen 3a en 3b definiëren we een onderneming als 'zero-leverage' wanneer de onderneming in de crisisjaren 2008, 2009 en 2010 geen financiële schulden op meer dan één jaar bezit. Hier gaan we dus de invloed na van de aanbodfactoren op 'zero-leverage' in tijden van financiële crisis. In modellen 4a en 4b definiëren we een onderneming als 'zero-leverage' wanneer de onderneming in de jaren 2012, 2013 en 2014 geen financiële schulden op meer dan één jaar bezit. Hier gaan we de invloed na van de aanbodfactoren op 'zero-leverage' in tijden van economische groei.

In onderstaande tabellen worden voor de verschillende regressiemodellen telkens de regressiecoëfficiënten weergegeven met tussen haakjes de bijhorende standaardfout. Wanneer de regressiecoëfficiënt significant is bij een significantieniveau van 10%, dan verschijnt er één sterretje. Wanneer de regressiecoëfficiënt significant is bij een significantieniveau van 5%, dan verschijnen er twee sterretjes. Wanneer de regressiecoëfficiënt significant is bij een significantieniveau van 1% dan verschijnen er drie sterretjes. Indien de regressiecoëfficiënt significant is bij een significantieniveau van 10%, dan wordt de regressiecoëfficiënt in het vet gezet. Onderaan wordt ook telkens bij elk model de Nagelkerke R^2 weergegeven. De Nagelkerke R^2 is een maat voor de kwaliteit van het model en ligt altijd tussen 0 en 1. Het is een manier om aan

te geven hoe sterk de samenhang is tussen de afhankelijke variabele en de onafhankelijke variabelen. De Nagelkerke R² mag echter niet geïnterpreteerd worden als het percentage verklaarde variantie, zoals bij de multipele R² bij lineaire regressie (De Vocht, 2013). Om de significantie van de modellen te bepalen, maken we gebruik van de omnibus test. Deze test geeft weer of het logistische model, na het schatten van de parameters, significant verschillend is van het kale model, voor het schatten van de parameters.

Tabel 10: Regressietabel model 1 en 2

Variabelen	Model 1a	Model 1b	Model 2a	Model 2b
Constante	- 2,367 (2,077)	- 0,633 (1,802)	- 3,279 (2,059)	- 1,048 (1,795)
Ln (leeftijd onderneming)	0,701 (0,467)	0,800* (0,465)	0,643 (0,462)	0,759 (0,463)
Ln (balanstotaal 2014)	- 0,054 (0,117)		- 0,029 (0,116)	
Ln (vaste activa 2014)		- 0,245*** (0,085)		- 0,257*** (0,085)
Ln (variatiecoëfficiënt van de cashflow)	0,323** (0,157)	0,224 (0,163)	0,346** (0,156)	0,234 (0,162)
Dummy Aandeelhouder- schap van de CEO (1)	- 0,322 (0,348)	- 0,265 (0,351)	- 0,018 (0,358)	0,024 (0,359)
Dummy Aandeelhouder- schap van de CEO (2)	- 0,581 (0,391)	- 0,549 (0,395)	- 0,435 (0,414)	- 0,434 (0,417)
Familiebedrijf 1	- 0,932*** (0,354)	- 0,842** (0,360)		
Familiebedrijf 2			- 0,345 (0,312)	- 0,300 (0,314)
Cashflow 2014 (in miljoenen)	0,208 (0,153)	0,368** (0,149)	0,222 (0,153)	0,409*** (0,150)
Nagelkerke R ²	0,074	0,106	0,053	0,090
Significantie van het model	0,011398**	0,000453***	0,074309*	0,002512***
*** Significant op het 1% significantieniveau ** Significant op het 5% significantieniveau * Significant op het 10% significantieniveau				

Tabel 11: Regressietabel model 3 en 4

Variabelen	Model 3a (crisis)	Model 3b (crisis)	Model 4a (geen crisis)	Model 4b (geen crisis)
Constante	- 3,833*** (1,487)	- 1,690 (1,361)	- 2,661* (1,446)	- 0,195 (1,340)
Ln (leeftijd onderneming)	0,356 (0,365)	0,554 (0,365)	0,288 (0,357)	0,535 (0,363)
Ln (balanstotaal 2014)	0,110 (0,074)		0,048 (0,072)	
Ln (vaste activa 2014)		- 0,100* (0,060)		- 0,212*** (0,060)
Ln (variatiecoëfficiënt van de cashflow)	0,300** (0,123)	0,219* (0,124)	0,186 (0,120)	0,068 (0,124)
Nagelkerke R ²	0,028	0,030	0,011	0,050
Significantie van het model	0,034776**	0,026853**	0,336355	0,001254***
*** Significant op het 1% significantieniveau ** Significant op het 5% significantieniveau * Significant op het 10% significantieniveau				

8.2. Bespreking hypothese 1

8.2.1. Hypothese 1a

De leeftijd van de onderneming zou voor Belgische KMO's een negatief effect hebben op de kans op het vóórkomen van 'zero-leverage'. We hebben ons hiervoor gebaseerd op de belangentegenstellingen die ontstaan tussen een financiële instelling en een startende onderneming wanneer er geld geleend wordt. De onderneming zal mogelijk andere plannen hebben met het geleende geld dan dat de financiële instelling wenst. Een startende onderneming heeft nog maar een beperkte financieringsgeschiedenis en kan zijn rentabiliteit moeilijk aantonen. De financiële instelling zal daarom minder vertrouwen hebben in de startende onderneming en zal minder snel een krediet toestaan. We verwachten dan ook dat een jongere KMO minder schulden zal kunnen aangaan en dus meer kans maakt op 'zero-leverage'.

Wanneer we de regressiecoëfficiënten voor het natuurlijk logaritme van de leeftijd van de onderneming bekijken in tabel 10, zien we dat de regressiecoëfficiënten telkens positief zijn, in plaats van negatief. In model 1a, model 2a en model 2b zijn deze regressiecoëfficiënten echter niet significant op significantieniveau 10%. In model 1b komen we wel een significant verband uit op significantieniveau 10%. De waarde van de regressiecoëfficiënt is positief, wat wijst op een positief verband tussen de leeftijd van de onderneming en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Hoe ouder

een KMO is, hoe minder schulden deze KMO zal aangaan en dus hoe meer kans op 'zero-leverage'. Dit verband is tegengesteld aan onze hypothese. Aangezien we echter geen consistent significante regressiecoëfficiënt vinden in de overige regressiemodellen, kunnen we hypothese 1a noch verwerpen, noch aanvaarden.

De belangentegenstellingen tussen een KMO en een financiële instelling blijken toch niet zo sterk door te wegen op de financiële beperkingen die de financiële instelling kan opleggen. Financiële instellingen zullen meer kredieten toestaan aan jonge ondernemingen dan dat we oorspronkelijk verwacht hadden. Oudere ondernemingen zullen vaak geen financiële schulden op meer dan één jaar aangaan, omdat ze al over voldoende financiële middelen beschikken. Bovendien willen veel ondernemingen hun solvabiliteit zo gezond mogelijk houden door geen onnodige schulden op lange termijn aan te gaan.

8.2.2. Hypothese 1b

De grootte van het bedrijf is mogelijk ook een belangrijke factor waarmee banken rekening houden wanneer ze een financieringsbeslissing nemen. Kleine ondernemingen zullen meer te maken hebben met asymmetrische informatie en worden daarom verwacht minder snel een krediet te krijgen van hun financiële instelling. De minder gedetailleerde openbaarmakingsverplichtingen van kleine en micro-ondernemingen hebben daarbij ook zeker een belangrijke invloed op de financieringsbereidheid van financiële instellingen. We verwachten dan ook een negatief verband tussen de grootte van de KMO en de kans op 'zero-leverage'.

We hebben ervoor gekozen om de grootte van de KMO te testen aan de hand van het balanstotaal van de KMO in 2014. In regressiemodellen 1a en 2a in tabel 10 zien we de resultaten van de regressie waarin het natuurlijk logaritme van het balanstotaal wordt opgenomen als onafhankelijke variabele. Uit tabel 10 kunnen we geen conclusies trekken over de invloed van het balanstotaal op de kans op het vóórkomen van 'zero-leverage'. We beschikken namelijk niet over significante gegevens, zowel niet in model 1a als in model 2a. Aan de hand van het balanstotaal in 2014 voor Belgische KMO's kunnen we geen verband aantonen tussen de bedrijfsgrootte en de kans op 'zero-leverage'.

8.2.3. Hypothese 1c

Het risico van een financiële instelling, wanneer zij een krediet toestaat aan een onderneming, kan beperkt worden door het opnemen van onderpand in de kredietovereenkomst. Het onderpand is voor de financiële instelling een zekerheid wanneer de onderneming haar schulden niet meer zou kunnen afbetalen. Een financiële instelling zal altijd de verkoopwaarde of liquidatiewaarde van het onderpand schatten om er een bepaalde waarde op te kunnen plakken. Bij gebrek aan informatie over de verkoopwaarde van het onderpand van de onderneming, drukken we onderpand uit als de boekwaarde van de vaste activa die de onderneming vermeldt in haar balans. We verwachten een negatief verband tussen de hoeveelheid vaste activa in een KMO en de kans op 'zero-leverage'.

Hoe meer vaste activa een onderneming bezit, hoe meer waardevolle activa de onderneming in onderpand kan geven en dus hoe meer schulden de onderneming zal kunnen aangaan.

In regressiemodellen 1b en 2b in tabel 10 hebben we het natuurlijk logaritme van de vaste activa in 2014 opgenomen als onafhankelijke variabele. Zowel in model 1b als in model 2b zien we een sterk negatieve regressiecoëfficiënt, wat wijst in de richting van onze hypothese. De regressiecoëfficiënten zijn significant op significantieniveau 1%. De logistische regressiecoëfficiënt voor de vaste activa heeft een waarde van $-0,245$ in model 1b en een waarde van $-0,257$ in model 2b. De regressiecoëfficiënt geeft de verandering in de waarde van de afhankelijke variabele weer als de waarde van de onafhankelijke variabele met één eenheid verandert. Aangezien we te maken hebben met een logistische regressie en een logaritmische onafhankelijke variabele is de regressiecoëfficiënt een maatstaf voor de elasticiteit tussen de onafhankelijke en de afhankelijke variabele. Een percentage wijziging in de onafhankelijke variabele resulteert in een percentage wijziging in de afhankelijke variabele (De Vocht, 2013). Voor model 1b betekent dit dat wanneer de vaste activa in een KMO stijgen met 1%, de kans op het vóórkomen van 'zero-leverage' bij die KMO daalt met 0,245%. In model 2b resulteert een stijging in de vaste activa van een KMO met 1% in een daling in de kans op het vóórkomen van 'zero-leverage' bij die KMO met 0,257%. Het negatieve verband dat we verwachtten tussen de hoeveelheid vaste activa in een KMO en de kans op 'zero-leverage', wordt dus bevestigd door beide regressiemodellen. We aanvaardden hypothese 1c.

8.2.4. Hypothese 1d

Het bedrijfsrisico vormt een vierde aanbodfactor die mogelijk een invloed heeft op de financieringsbereidheid van financiële instellingen. Wanneer een onderneming een hoog bedrijfsrisico heeft, zal een financiële instelling minder snel een krediet toestaan aan die onderneming, omdat het hoge bedrijfsrisico mogelijk hoge faillissementskosten met zich meebrengt. Een hoog bedrijfsrisico leidt dus tot minder schulden en tot meer 'zero-leverage'. We verwachten een positief verband tussen het bedrijfsrisico en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Het bedrijfsrisico kunnen we meten aan de hand van de variatiecoëfficiënt van de cashflow. De variatiecoëfficiënt is een maatstaf voor de relatieve spreiding van de gegevens ten opzichte van het gemiddelde. Hoe groter de variatiecoëfficiënt van de cashflow is, hoe groter de spreiding van de cashflows over de jaren heen.

In tabel 10 zijn de regressiecoëfficiënten voor het natuurlijk logaritme van de variatiecoëfficiënt van de cashflow gegeven. Enkel de regressiecoëfficiënten in model 1a en 2a, wanneer het balanstotaal mee wordt opgenomen in de regressie, zijn significant. Wanneer in plaats van het balanstotaal, de vaste activa mee wordt opgenomen in het regressiemodel, kan er geen significant verband vastgesteld worden. De regressiecoëfficiënten in model 1a en model 2a zijn beiden positief en significant op significantieniveau 5%. Ook hier hebben we te maken met een logaritmische onafhankelijke variabele in een logistische regressie. De regressiecoëfficiënt in model 1a wijst erop dat wanneer de variatiecoëfficiënt van de cashflow stijgt met 1% en dus het bedrijfsrisico stijgt, de

kans op het vóórkomen van 'zero-leverage' stijgt met 0,323%. In model 2a zal een toename van de variatiecoëfficiënt van de cashflow met 1% tot gevolg hebben dat de kans op het vóórkomen van 'zero-leverage' stijgt met 0,346%.

Het positieve verband dat we verwachtten tussen het bedrijfsrisico en de kans op 'zero-leverage' wordt slechts gedeeltelijk bevestigd, aangezien er enkel in regressiemodellen 1a en 2a een significant positieve regressiecoëfficiënt teruggevonden wordt. Aan de hand van de variatiecoëfficiënt van de cashflow hebben we slechts een gedeeltelijk positief verband kunnen aantonen tussen het bedrijfsrisico en de kans op het vóórkomen van 'zero-leverage'. We kunnen daarom hypothese 1d noch verwerpen, noch aanvaarden.

8.3. Bespreking hypothese 2

Een financiële crisis zal mogelijk een impact hebben op de het vóórkomen van 'zero-leverage'. De impact van een financiële crisis op 'zero-leverage' verschilt van bedrijf tot bedrijf. Bedrijven die het hoe dan ook moeilijk hebben om aan een krediet te geraken, zullen het tijdens een financiële crisis nog moeilijker hebben om aan een krediet te geraken. We veronderstellen daarom dat bedrijven die te maken hebben met financiële beperkingen, in tijden van financiële crisis, zeker niet kunnen lenen omwille van de extra hoge premie op een krediet. Bedrijven die daarentegen geen financiële beperkingen hebben, kunnen in tijden van financiële crisis wel lenen om mogelijke liquiditeitsproblemen te vóórkomen. Een financiële crisis zal dus mogelijk een groter effect hebben op bedrijven met financiële beperkingen dan op bedrijven zonder financiële beperkingen. We zien de financiële crisis dan ook als een modererende variabele die mogelijk een invloed heeft op de relatie tussen de aanbodfactoren en het vóórkomen van 'zero-leverage'.

Hypothese 2a stelt dat een financiële crisis de negatieve relatie tussen de leeftijd van een KMO en de kans op 'zero-leverage' zal versterken. We hebben hiervoor bij hypothese 1a geen consistent significant verband kunnen aantonen tussen de leeftijd van de onderneming en de kans op 'zero-leverage'. In tabel 11 zien we de regressiecoëfficiënten voor de leeftijd van de onderneming wanneer we 'zero-leverage' definiëren in zowel crisisjaren als in niet-crisisjaren. De vier regressiecoëfficiënten zijn niet significant op significantieniveau 10%. We kunnen ons dus niet uitspreken over het mogelijk versterkend effect van een financiële crisis op de relatie tussen de leeftijd van de onderneming en het vóórkomen van 'zero-leverage'.

Hypothese 2b stelt dat een financiële crisis de negatieve relatie tussen de bedrijfsgrootte van een KMO en de kans op 'zero-leverage' zal versterken. Zoals we eerder al vaststelden bestaat er geen significant negatieve relatie tussen de bedrijfsgrootte van een KMO en de kans op 'zero-leverage'. In model 3a in tabel 11 zien we de resultaten wanneer we een 'zero-leverage' onderneming definiëren als een onderneming die in de crisisjaren 2008, 2009 en 2010 geen financiële schulden op meer dan één jaar bezit. We zien dat de regressiecoëfficiënt voor het natuurlijk logaritme van het balanstotaal in 2014 opnieuw niet significant is op significantieniveau 10%. Er bestaat dus geen

verband tussen de bedrijfsgrootte en het vóórkomen van 'zero-leverage' in een financiële crisis. In model 4a in tabel 11 definiëren we een 'zero-leverage' onderneming als een onderneming die in de niet-crisisjaren 2012, 2013 en 2014 geen financiële schulden op meer dan één jaar bezit. De regressiecoëfficiënt voor het balanstotaal is wederom niet significant op significantieniveau 10%. Er bestaat geen significant verband tussen de bedrijfsgrootte en het vóórkomen van 'zero-leverage' in tijden van economische groei. We kunnen ons dus niet uitspreken over het mogelijk versterkend effect van een financiële crisis op de relatie tussen het balanstotaal en het vóórkomen van 'zero-leverage'.

Hypothese 2c stelt dat een financiële crisis de negatieve relatie tussen het bezit van onderpand en de kans op 'zero-leverage' zal versterken. We hebben hiervoor bij hypothese 1c een sterk negatieve regressiecoëfficiënt kunnen aantonen die significant was op significantieniveau 1%. In tabel 11 zien we bij model 3b en model 4b dat de regressiecoëfficiënten voor de vaste activa negatief zijn en significant op significantieniveau 10%. De regressiecoëfficiënt in model 4b is zelfs significant op significantieniveau 1%. De hoeveelheid vaste activa is ook hier weer een logaritmische onafhankelijke variabele in een logistische regressie. We definiëren daarom de regressiecoëfficiënten opnieuw als een maatstaf voor de elasticiteit tussen de onafhankelijke variabele en de afhankelijke variabele. Wanneer in een financiële crisis de vaste activa in een KMO stijgen met 1%, zal de kans op het vóórkomen van 'zero-leverage' bij die KMO dalen met 0,100%. In tijden van economische groei zal een stijging in de vaste activa met 1% leiden tot een afname van 0,212% in de kans op het vóórkomen van 'zero-leverage' bij die KMO.

De regressiecoëfficiënt van de vaste activa in een financiële crisis is minder negatief dan de regressiecoëfficiënt in jaren van economische groei. We kunnen hieruit afleiden dat de vaste activa van een onderneming een sterkere negatieve invloed heeft op het vóórkomen van 'zero-leverage' in tijden van economische groei dan in tijden van financiële crisis. Een onderneming die veel vaste activa bezit, zal in jaren van economische groei meer beroep kunnen doen op financiële schulden op lange termijn. Er kan dus verondersteld worden dat het bezitten van onderpand tijdens een financiële crisis minder effect heeft op de financieringsbereidheid van financiële instellingen dan in tijden van economische groei. Tijdens een financiële crisis zal er bij financiële instellingen minder krediet beschikbaar zijn. Het aanbieden van onderpand zal een kleiner effect hebben op de financieringsbereidheid. We kunnen echter niet statistisch gaan testen of het verschil in de regressiecoëfficiënten tussen crisis en niet-crisis significant is. De vaste activa worden namelijk getest op twee verschillende afhankelijke variabelen: 'zero-leverage' in crisisjaren en 'zero-leverage' in niet-crisisjaren. Helaas zijn we niet in het bezit van een onafhankelijke variabele die het onderscheid maakt tussen crisisjaren en niet-crisisjaren. De financiële crisis lijkt dus een verzwakkend effect te hebben op de negatieve relatie tussen het bezitten van onderpand en de kans op 'zero-leverage', maar we kunnen dit niet statistisch aantonen.

Bij hypothese 2d wordt ervan uitgegaan dat een financiële crisis de positieve relatie tussen het bedrijfsrisico en de kans op 'zero-leverage' zal versterken. Het bedrijfsrisico wordt gemeten aan de hand van het natuurlijk logaritme van de variatiecoëfficiënt van de cashflow. In tabel 10 werd al aangetoond dat de regressiecoëfficiënten voor de variatiecoëfficiënt van de cashflow niet consistent

significant waren en we slechts een gedeeltelijk positief verband kunnen vaststellen tussen het bedrijfsrisico en 'zero-leverage'.

In tabel 11 hebben we de invloed van het bedrijfsrisico op 'zero-leverage' getest in zowel crisisjaren als jaren van economische groei. We vinden enkel een significant positief verband terug bij model 3a en model 3b in de crisisjaren. Het bedrijfsrisico lijkt dus wel een positief verband te hebben op het vóórkomen van 'zero-leverage' in tijden van financiële crisis, maar niet in tijden van economische groei. Een onderneming met een hoog bedrijfsrisico zal in tijden van financiële crisis minder beroep kunnen doen op financiële schulden op lange termijn en dus meer kans hebben om een 'zero-leverage' onderneming te worden. Aangezien de regressiecoëfficiënten in model 4a en 4b niet significant zijn, is het onmogelijk om te testen of er een significant verschil bestaat tussen de invloed van het bedrijfsrisico op 'zero-leverage' in crisisjaren en in jaren van economische groei.

8.4. Bespreking hypothese 3

'Entrenched managers' zijn managers die gaan handelen in hun eigenbelang en niet in het belang van de aandeelhouders. De beslissingen die managers nemen zullen niet optimaal zijn in de ogen van de aandeelhouders en zullen de waarde van de onderneming niet maximaliseren. Een voorbeeld hiervan zijn managers die ook aandelen bezitten in het bedrijf dat zij leiden. Zij vinden het vaak niet voordelig om schulden aan te gaan, aangezien een deel van de operationele opbrengst dan naar de schuldeisers gaat. Bovendien zal een CEO die veel aandelen bezit in het bedrijf dat hij leidt, minder schulden willen aangaan omdat zijn aandelenbezit minder gediversifieerd is. We gaan de mate van 'managerial entrenchment' meten aan de hand het aandeelhouderschap van de CEO. We veronderstellen dat er een positief verband bestaat tussen het aandeelhouderschap van de CEO en het vóórkomen van 'zero-leverage'.

De resultaten van de regressies waarin het aandeelhouderschap van de CEO werd in opgenomen, worden weergegeven in tabel 10. We hebben de zes antwoordmogelijkheden voor het aandeelhouderschap van de CEO eerst omgezet in drie dummy variabelen. Dummy variabele 1 bestaat uit een aandeelhouderspercentage tussen 0 en 50%. Dummy variabele 2 bestaat uit ondernemingen waarin de CEO een aandeelhouderspercentage bezit tussen 51 en 99%. Dummy variabele 3 bevat enkel ondernemingen waarin de CEO een aandeelhouderspercentage van 100% bezit. We nemen enkel dummy variabele 1 en dummy variabele 2 op in onze regressie, zodat we de uitkomsten van deze twee dummy variabelen kunnen interpreteren ten opzichte van de derde dummy variabele die geldt als referentiecategorie (De Vocht, 2013). We zien dat in de vier modellen de regressiecoëfficiënten van de twee dummy variabelen niet significant zijn op significantieniveau 10%.

Om er zeker van te zijn dat er geen significant verband terug te vinden is voor het aandeelhouderschap van de CEO, hebben we gebruik gemaakt van andere referentiecategorieën en andere dummy variabelen. Zo hebben we voor de bovenvermelde drie dummy variabelen

gecontroleerd of er een significant verband terug te vinden valt, wanneer de eerste dummy variabele wordt opgenomen als referentiecategorie. Ook hier blijken de andere twee dummy variabelen een regressiecoëfficiënt te hebben die niet significant is. Bovendien werden de zes antwoordmogelijkheden voor het aandeelhouderschap van de CEO ook omgezet in andere dummy variabelen. Wanneer bijvoorbeeld dummy variabele 1 bestaat uit aandeelhouderspercentages tussen 0 en 99% en dummy variabele 2 bestaat uit een aandeelhouderspercentage van 100%, vinden we geen significante verbanden terug. Wanneer dummy variabele 1 enkel bedrijven bevat waarin de CEO geen aandelen heeft in het bedrijf en dummy variabele 2 bedrijven bevat waarin de CEO wel een bepaald aandeelhouderspercentage heeft, vinden we eveneens geen significante verbanden terug. We kunnen dus geen conclusies trekken over hypothese 3. We hebben niet kunnen aantonen dat er een verband bestaat tussen het aandeelhouderschap van de CEO in zijn KMO en het vóórkomen van 'zero-leverage' bij die KMO.

8.5. Bespreking hypothese 4

Familiebedrijven vormen een aparte categorie van KMO's, omwille van hun mogelijk verschillend beleid. Familiebedrijven zullen zich vaak focussen op het behouden van controle over de onderneming en geven daarom vaak de voorkeur aan financiering met eigen vermogen en overgedragen resultaat. Het kunnen overdragen van de onderneming aan de volgende generatie, is voor veel familiale managers een belangrijk aspect dat doorweegt in hun financieringskeuze. Een familiaal gecontroleerde onderneming zal dan ook eerder de lange termijn continuïteit van de onderneming nastreven. We stellen daarom dat er een positief verband bestaat tussen familiaal gecontroleerde KMO's en het vóórkomen van 'zero-leverage'.

Binnen de groep van Belgische KMO's die wij opnemen in onze steekproef, blijken heel wat ondernemingen een familiebedrijf te zijn. In een eerste methode definiëren we een familiebedrijf als een bedrijf dat aan minstens één van de volgende twee criteria voldoet:

- meer dan 50% van de eigendom is in handen van één familie;
- het bedrijf wordt als een familiebedrijf beschouwd.

Op basis van deze definitie zijn 83,69% van de KMO's uit onze steekproef een familiebedrijf. In een tweede methode definiëren we een familiebedrijf als een bedrijf dat aan minstens één van de volgende twee criteria voldoet:

- alle aandelen zijn in het bezit van familieleden;
- meer dan 50% van de aandelen zijn in het bezit van familieleden.

Op basis van deze definitie is 51,48% van de KMO's uit onze steekproef een familiebedrijf. Het aantal familiebedrijven ligt bij deze laatste definitie wat lager, maar toch kunnen we besluiten dat Belgische KMO's vaak familiebedrijven zijn.

In tabel 10 wordt de dichotome variabele familiebedrijf weergegeven op basis van de twee voorgaande definities. Een familiebedrijf gedefinieerd volgens de eerste methode wordt weergegeven in de variabele 'Familiebedrijf 1'. Een familiebedrijf gedefinieerd volgens de tweede

methode wordt weergegeven in de variabele 'Familiebedrijf 2'. We zien dat de regressiecoëfficiënt van de variabele 'Familiebedrijf 1' in model 1a en model 1b negatief is en significant op significantieniveau 5%. Aangezien de regressiecoëfficiënt negatief is, duidt dit op een negatieve relatie tussen de variabele 'Familiebedrijf 1' en het vóórkomen van 'zero-leverage'. In model 2a en 2b zien we dat een familiebedrijf gedefinieerd volgens de tweede methode eveneens een negatieve regressiecoëfficiënt heeft. Deze regressiecoëfficiënt is echter niet significant op significantieniveau 10%.

Aangezien we geen uitsluitsel kunnen geven omtrent de mogelijke relatie tussen een familiebedrijf en het vóórkomen van 'zero-leverage' op basis van de vorige twee definities van een familiebedrijf, zullen we een familiebedrijf nog definiëren op een derde manier. We maken opnieuw gebruik van de enquête inzake de intenties m.b.t. de bedrijfsoverdracht van Belgische KMO's om de variabele 'Familiebedrijf 3' te definiëren. In de enquête wordt gevraagd aan de respondenten om aan te duiden in welke mate ze akkoord zijn met een aantal beweringen. Uit deze beweringen worden twee beweringen gekozen die wijzen op het bestaan van een familiebedrijf. De eerste bewering is de volgende: 'In dit bedrijf is het essentieel om familiale controle en onafhankelijkheid van het familiebedrijf te bewaren.' De tweede bewering luidt als volgt: 'Succesvolle overdracht naar de volgende generatie is een belangrijk doel voor het familiebedrijf.' Wanneer de respondenten akkoord of helemaal akkoord zijn met minstens één van deze twee stellingen, definiëren we de onderneming als een familiebedrijf. Op basis van deze definitie is 55,84% van de KMO's uit onze steekproef een familiebedrijf.

In tabel 12 worden de resultaten weergegeven van regressiemodel 5 waarin de variabele 'Familiebedrijf 3' wordt opgenomen. De regressiecoëfficiënt voor 'Familiebedrijf 3' is negatief en significant op significantieniveau 5%. Dit wijst weer op een negatieve relatie tussen een familiebedrijf en het vóórkomen van 'zero-leverage'. We bevestigen hierbij het negatieve verband tussen een familiebedrijf en het vóórkomen 'zero-leverage', dat we eerder al constateerden op basis van de variabele 'Familiebedrijf 1'. Opvallend genoeg is dit net de omgekeerde relatie dan dat we verwacht hadden in hypothese 4. We verwerpen dan ook hypothese 4. Het significante negatieve verband dat we vaststellen kan mogelijk verklaard worden door de hoge mate van risicoaversie bij familiebedrijven. Bij familiebedrijven is vaak een groot gedeelte van het privévermogen geïnvesteerd in de onderneming. Dit zorgt ervoor dat familiebedrijven vaak voorzichtiger omspringen met liquide middelen en enkel weloverwogen investeringsbeslissingen nemen (A. Berger & Udell, 2006). Familiebedrijven zullen door bankiers dan ook ervaren worden als minder risicovol, waardoor zij makkelijker schuldfinanciering kunnen aangaan.

Tabel 12: Regressietabel model 5

Variabelen	Model 5
Constante	- 3,841* (2,032)
Ln (leeftijd onderneming)	0,720 (0,462)
Ln (balanstotaal 2014)	- 0,009 (0,115)
Ln (variatiëcoëfficiënt van de cashflow)	0,302* (0,159)
Dummy Aandeelhouder-schap van de CEO (1)	- 0,194 (0,339)
Dummy Aandeelhouder-schap van de CEO (2)	- 0,562 (0,390)
Familiebedrijf 3	- 0,613** (0,293)
Cashflow 2014 (in miljoenen)	0,176 (0,154)
Nagelkerke R ²	0,066
Significantie van het model	0,024226**
*** Significant op het 1% significantieniveau ** Significant op het 5% significantieniveau * Significant op het 10% significantieniveau	

8.6. Bespreking hypothese 5

De cashflow van de onderneming vormt eveneens een belangrijke waardemeter voor de financieringsbeslissing van financiële instellingen. Een financiële instelling zal enkel een krediet toestaan aan een KMO wanneer de KMO kan aantonen dat zijn verwachte cashflows voldoende groot zullen zijn om het krediet in de toekomst af te lossen. Banken gebruiken vaak de historische cashflows als voorspelling voor de toekomstige cashflows. We verwachten dan ook dat een hogere cashflow zal leiden tot een groter aanbod aan schulden en dus tot een kleinere kans op 'zero-leverage'. Dit negatief verband stellen we vast als we enkel naar de aanbodzijde van de financieringsmarkt kijken.

We stelden echter ook dat er een positief verband mogelijk is wanneer we de cashflow van de onderneming bekijken langs de vraagzijde van de schuldfinancieringsmarkt. Wanneer een onderneming namelijk over voldoende cashflow beschikt, heeft de onderneming geen nood meer aan schuldfinanciering. Maar vaak zal de cashflow van een onderneming niet volstaan om lange

termijn investeringen te financieren. Bovendien zal een onderneming zijn cashflow niet volledig willen aanwenden voor lange termijn investeringen, maar de cashflow eerder willen gebruiken als korte termijn werkkapitaal. We denken daarom niet dat er sprake zal zijn van een positief verband tussen de cashflow van de onderneming en het vóórkomen van 'zero-leverage' aan de vraagzijde van de financieringsmarkt.

In de regressiemodellen in tabel 10 hebben we de cashflow in 2014 in miljoenen euro's opgenomen als onafhankelijke variabele. Regressiemodellen 1a en 2a geven positieve regressiecoëfficiënten weer die niet significant zijn op significantieniveau 10%. De positieve regressiecoëfficiënt van model 1b is echter wel significant op significantieniveau 5%. De positieve regressiecoëfficiënt van model 2b is significant op significantieniveau 1%. De positieve regressiecoëfficiënten in de vier modellen spreken het negatieve verband tegen dat we verwachtten tussen de cashflow van de onderneming en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Aangezien we enkel in modellen 1b en 2b een significant positieve regressiecoëfficiënt constateren, kunnen we het negatieve verwachte verband slechts gedeeltelijk verwerpen. We kunnen slechts een gedeeltelijk positief verband aantonen tussen de cashflow in een onderneming en het vóórkomen van 'zero-leverage'. We kunnen hypothese 5 noch verwerpen, noch aanvaarden. Het is mogelijk dat beide verbanden, langs de aanbodzijde en langs de vraagzijde, elkaar tegenwerken zodat er geen consistent significant verband vast te stellen is. Op het eerste zicht lijkt het positieve verband wel het sterkst door te wegen, al kunnen we hier niets over besluiten.

Hoofdstuk 9: Conclusie

9.1. Literatuurstudie en empirisch onderzoek

In deze masterproef willen we een nieuwe kijk werpen op het fenomeen van 'zero-leverage' bedrijven. We definiëren 'zero-leverage' bedrijven als bedrijven die geen gebruik maken van schuldfinanciering op lange termijn. We onderzoeken 'zero-leverage' meer specifiek aan de hand van Belgische KMO's. Om 'zero-leverage' bij Belgische KMO's te onderzoeken werd er eerst een verkennende literatuurstudie uitgevoerd. Nadien vond er een empirische studie plaats bij Belgische KMO's op basis van gegevens uit de Bel-First databank.

De meeste onderzoeken naar 'zero-leverage' die we in de literatuur terugvinden, zijn gebaseerd op Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven. In deze onderzoeken blijkt dat in de jaren 2008 en 2009 gemiddeld 19% van de Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven geen gebruik maakt van schuldfinanciering (Bessler et al., 2013; Devos et al., 2012; Strebulaev & Yang, 2013). Er werd reeds één internationaal onderzoek uitgevoerd naar het vóórkomen van 'zero-leverage'. Dit onderzoek toont aan dat in België slechts 6,65% van het totaal aantal beursgenoteerde bedrijven geen gebruik maakt van schuldfinanciering (Bessler et al., 2013). Aangezien KMO's een groot deel van de Belgische economie uitmaken (De Kok et al., 2011; UNIZO, 2015), is het de bedoeling om in deze masterproef het vóórkomen van 'zero-leverage' bij Belgische KMO's te onderzoeken.

Uit de empirische resultaten op basis van de Bel-First databank blijkt dat maar liefst 67,03% van de Belgische KMO's in 2014 geen schulden aanging bij hun kredietinstellingen op meer dan één jaar. Wanneer we schulden definiëren als financiële schulden op meer dan één jaar, dan daalt het aantal 'zero-leverage' KMO's naar 35,87%. Maar toch blijft het een opmerkelijk resultaat, dat we zo een hoog aantal 'zero-leverage' KMO's constateren. We bekomen een dermate sterk verschil met de literatuur omdat wij schulden minder breed definiëren dan in de Amerikaanse onderzoeken en omdat wij ons enkel richten op KMO's. Uit de resultaten blijkt eveneens dat er een verschil bestaat tussen enerzijds micro-ondernemingen en anderzijds kleine en middelgrote ondernemingen in het vóórkomen van 'zero-leverage'. Bij micro-ondernemingen lijkt 'zero-leverage' over het algemeen meer voor te komen dan bij kleine en middelgrote ondernemingen.

Na het aantonen van het bestaan van 'zero-leverage' bij Belgische KMO's, kunnen we verder onderzoeken of er een bepaalde evolutie waar te nemen is in het aantal 'zero-leverage' KMO's over de jaren heen. We verwachten dat de financiële crisis in de jaren 2008 tot en met 2010 een invloed zal gehad hebben op het schuldenbeleid van vele KMO's. Bovendien zal de invoer van de notionele intrestaftrek mogelijk het financieren met schulden ontmoedigd hebben. Uit de empirische resultaten merken we, van 2006 tot en met 2014, een duidelijk positieve evolutie op in het aantal Belgische 'zero-leverage' KMO's. Deze positieve evolutie is mogelijk voor een deel te wijten aan de invoer van de notionele intrestaftrek die financieren met eigen vermogen aantrekkelijker maakt.

Bovendien is het belangrijk om te weten of het vóórkomen van 'zero-leverage' een consistent fenomeen is of dat het eerder een korte termijn verschijnsel is. Uit de literatuur blijkt dat 'zero-leverage' in heel wat landen een consistent fenomeen is (Bruskeland & Johansen, 2013; Dang, 2009, 2013). Bedrijven blijken over verschillende jaren heen zich vast te houden aan hun eerdere keuze om geen financiële schulden aan te gaan. Wanneer we deze consistentie gaan onderzoeken voor Belgische KMO's, dan blijkt 49,80% van de Belgische KMO's geen schulden bij hun kredietinstellingen op meer dan één jaar te zijn aangegaan, voor negen opeenvolgende jaren. Wanneer we schulden gelijkstellen met financiële schulden op meer dan één jaar, dan zien we dat 15,04% van de Belgische KMO's geen schulden zijn aangegaan in de periode 2006 tot en met 2014. We kunnen dus zeker een bepaalde mate van consistentie vaststellen in het vóórkomen van 'zero-leverage' bij Belgische KMO's.

In deze masterproef gaan we ook op zoek naar de motieven van Belgische KMO's om geen schuldfinanciering aan te gaan. De verschillende motieven worden opgedeeld in aanbod- en vraagfactoren. Aanbodfactoren zijn motieven van financiële instellingen om geen krediet te willen verlenen aan KMO's. Vraagfactoren zijn motieven van KMO's om zelf geen schulden te willen aangaan bij hun kredietinstelling. We onderscheiden vier aanbodfactoren, twee vraagfactoren en één factor die zowel als vraag- en aanbodfactor kan worden gezien. Daarnaast beschouwen we één modererende variabele, de financiële crisis, die mogelijk een invloed heeft op de relatie tussen de aanbodfactoren en 'zero-leverage'.

Een eerste aanbodfactor die we gaan testen is de leeftijd van de onderneming. Er wordt een negatief verband verwacht tussen de leeftijd van een KMO en de kans op 'zero-leverage'. Er kan echter geen verband aangetoond worden tussen de leeftijd van de KMO en het vóórkomen van 'zero-leverage', aangezien er geen consistent significante gegevens beschikbaar zijn. We kunnen daarom hypothese 1a noch verwerpen, noch aanvaarden.

Een tweede aanbodfactor is de grootte van de onderneming die we meten aan de hand van het balanstotaal. We verwachten een negatief verband tussen het balanstotaal van de onderneming en de kans op 'zero-leverage', maar we kunnen geen significant verband vaststellen. Hypothese 1b kan noch verworpen, noch aanvaard worden.

Het onderpand dat mogelijk ter beschikking kan gesteld worden voor een lening, kunnen we beschouwen als een derde aanbodfactor. We meten dit onderpand aan de hand van de vaste activa die aanwezig zijn in de onderneming. We verwachten een negatief verband tussen de vaste activa van de onderneming en de kans op 'zero-leverage'. De verschillende regressiemodellen tonen aan dat er effectief een significant negatief verband bestaat tussen de vaste activa en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Hoe meer vaste activa de onderneming bezit, hoe meer schulden de onderneming zal aangaan en hoe minder kans op 'zero-leverage'. We kunnen hypothese 1c aanvaarden.

Een vierde en laatste aanbodfactor is het bedrijfsrisico dat we gaan meten aan de hand van de variatiecoëfficiënt van de cashflow. Hypothese 1d stelt dat er een positief verband bestaat tussen

het bedrijfsrisico van een KMO en de kans op 'zero-leverage'. Dit positieve verband wordt slechts gedeeltelijk bevestigd in twee van de vier regressiemodellen. We kunnen daarom hypothese 1d noch verwerpen, noch aanvaarden.

De invloed van de financiële crisis op het vóórkomen van 'zero-leverage' wordt beschouwd als een modererende variabele op de relatie tussen de aanbodfactoren en het vóórkomen van 'zero-leverage'. We verwachten dat een financiële crisis een groter effect zal hebben op bedrijven met financiële beperkingen, dan op bedrijven zonder financiële beperkingen. Voor de aanbodfactor 'bezit van onderpand' stellen we vast dat de vaste activa van de onderneming een sterkere negatieve invloed lijkt te hebben op het vóórkomen van 'zero-leverage' in jaren van economische groei, dan in jaren van financiële crisis. Er kan dus verondersteld worden dat het bezitten van onderpand tijdens een financiële crisis minder effect heeft op de financieringsbereidheid van financiële instellingen dan in tijden van economische groei. Het verschil kan echter niet statistisch nagegaan worden. Het bedrijfsrisico lijkt wel een positief effect te hebben op het vóórkomen van 'zero-leverage' in tijden van financiële crisis, maar niet in tijden van economische groei. Een onderneming met een hoog bedrijfsrisico zal in tijden van financiële crisis minder beroep kunnen doen op financiële schulden op lange termijn en dus meer kans hebben op 'zero-leverage'. Ook dit verschil kunnen we statistisch niet testen. Voor de leeftijd van de onderneming en voor de bedrijfsgrootte vinden we geen significant verband terug, zowel voor crisisjaren als voor niet-crisisjaren.

Vervolgens hebben we de invloed van de vraagfactoren op het vóórkomen van 'zero-leverage' getest. Een eerste vraagfactor is 'managerial entrenchment' of de mate waarin managers gaan handelen in hun eigenbelang. 'Managerial entrenchment' wordt gemeten aan de hand van het aandeelhouderschap van de CEO. We veronderstellen een positief verband tussen het aandeelhouderschap van de CEO en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Uit de empirische resultaten blijkt dat de regressiecoëfficiënt lichtjes negatief is, maar niet significant. We hebben geen verband kunnen aantonen en kunnen dan ook hypothese 3 niet aanvaarden of verwerpen.

Een tweede vraagfactor die we onderzoeken is het verschil tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven in hun 'zero-leverage' beleid. We verwachten een positief verband tussen familiaal gecontroleerde KMO's en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Wanneer we de regressieresultaten bekijken zien we dat een familiebedrijf gedefinieerd volgens de eerste methode negatief significant is en een familiebedrijf volgens de tweede methode niet significant is. Om het mogelijk negatieve verband uit de eerste methode te bevestigen, definiëren we een familiebedrijf volgens een derde methode. Ook bij deze derde methode blijkt er sprake te zijn van een negatieve relatie tussen een familiebedrijf en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Deze negatieve relatie is net de omgekeerde relatie dan dat we verwacht hadden in hypothese 4. We verwerpen dan ook hypothese 4.

Als laatste motief bespreken we de cashflow van de onderneming. De cashflow van een onderneming kunnen we bekijken als vraag- en aanbodfactor. We verwachten een negatief verband tussen de cashflow en het vóórkomen van 'zero-leverage'. Uit de regressiemodellen blijkt dat we het negatieve verwachte verband slechts gedeeltelijk kunnen verwerpen. We kunnen

slechts een gedeeltelijk positief verband aantonen tussen de cashflow in een onderneming en het vóórkomen van 'zero-leverage'. We kunnen hypothese 5 noch verwerpen, noch aanvaarden.

9.2. Beperkingen in het onderzoek

Er moet nog gewezen worden op enkele beperkingen in het onderzoek. Een eerste beperking is dat we schulden enkel definiëren als lange termijn schulden. We definiëren schulden als schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar of als financiële schulden op meer dan één jaar. We nemen echter nooit korte termijn schulden op in onze definitie. Dit zal ervoor zorgen dat bedrijven die enkel gebruik maken van korte termijn schulden, maar niet van lange termijn schulden, toch als 'zero-leverage' zullen beschouwd worden.

Een tweede beperking waarop aandacht moet gevestigd worden, is dat we de Europese KMO-definitie niet perfect hebben kunnen toepassen op de Bel-First gegevens. De Europese KMO-definitie bevat namelijk een criterium voor de omzet van de onderneming. Voor kleine ondernemingen die een verkort schema van de jaarrekening mogen toepassen, moet de omzet echter niet vermeldt worden in de resultatenrekening. We hebben dan ook voor deze kleine ondernemingen niet kunnen controleren voor het omzet-criterium. Mogelijk zullen er enkele bedrijven opgenomen zijn in de regressieanalyse die geen KMO zijn.

In de Bel-First databank bleken er bij heel wat ondernemingen geen gegevens beschikbaar te zijn voor de schulden bij kredietinstellingen op meer dan één jaar. Om geen vertekend beeld te creëren hebben we daarom bij deelvraag 4 ervoor gekozen om schulden te definiëren als financiële schulden op meer dan één jaar. Dit vormt ook een beperking aan ons onderzoek, aangezien financiële schulden veel breder zijn dan enkel lange termijn schulden bij kredietinstellingen.

Helaas hebben we op basis van dit onderzoek niet kunnen nagaan of de financiële crisis een significant modererend effect heeft op de relatie tussen de aanbodfactoren en het vóórkomen van 'zero-leverage'.

We kunnen namelijk niet nagaan of het verschil in de regressiecoëfficiënten tussen crisis en niet-crisis significant is. De aanbodvariabelen worden getest op twee verschillende afhankelijke variabelen: 'zero-leverage' in crisisjaren en 'zero-leverage' in niet-crisisjaren. Helaas zijn we niet in het bezit van een onafhankelijke variabele die het onderscheid maakt tussen crisisjaren en niet-crisisjaren.

Hypothese 1a, die ingaat op de relatie tussen de leeftijd van de onderneming en het vóórkomen van 'zero-leverage', hebben we niet kunnen aanvaarden aangezien er geen significant verband werd aangetoond. Er werd mogelijk geen verband aangetoond omdat onze steekproef enkel bedrijven bevat die twintig jaar of ouder zijn. Wanneer onze steekproef ook ondernemingen zou bevatten die jonger zijn dan twintig jaar, is het mogelijk dat we wel een verband kunnen aantonen tussen de leeftijd van de onderneming en het vóórkomen van 'zero-leverage'.

9.3. Aanbevelingen voor verder onderzoek

Het loont eventueel de moeite om eens te kijken naar het vóórkomen van 'zero-leverage' wanneer schulden gedefinieerd worden als korte en lange termijn schulden. In dit onderzoek hebben we enkel de lange termijn schulden bekeken omdat we specifiek geïnteresseerd waren in de lange termijn financieringsbeslissing waar de onderneming bewust voor kiest.

Een bijkomende aanbeveling voor verder onderzoek kan inhouden dat er voor de 'zero-leverage' motieven een vergelijkende studie wordt uitgevoerd op basis van een verdere indeling van KMO's naar enerzijds micro-ondernemingen en anderzijds kleine en middelgrote ondernemingen. De motieven waarom KMO's geen schulden aangaan, kunnen dan nagegaan worden per ondernemingscategorie.

Om na te gaan of een financiële crisis een effect heeft op het vóórkomen van 'zero-leverage', zou er in verder onderzoek een bijkomende dummy variabele moeten worden gecreëerd die aangeeft wanneer de onderneming hinder ondervindt van een financiële crisis. Op basis van deze variabele kan er dan met behulp van interactie-effecten worden nagegaan of een financiële crisis een significante invloed heeft op het vóórkomen van 'zero-leverage'.

Lijst van geraadpleegde werken

Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. [Elektronische versie]. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 42(2), 211-250.

Becker, G. S. (1981). Altruism in the Family and Selfishness in the Market Place. [Elektronische versie]. *Economica*, 48(189), 1-15.

Benmelech, E., & Bergman, N. K. (2009). Collateral pricing. [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 91(3), 339-360.

Berger, A., & Udell, G. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. [Elektronische versie]. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2945-2966.

Berger, P., Ofek, E., & Yermack, D. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. [Elektronische versie]. *The journal of finance*, 52(4), 1411-1438.

Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The Role of Family in Family Firms. [Elektronische versie]. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73-96.

Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R., & Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196-221.

Bruskeland, F., & Johansen, A. C. (2013). *The zero leverage mystery: an empirical study of Norwegian firms*. (Masterproef). Opgevraagd via <http://brage.bibsys.no/xmlui/handle/11250/170180>

Canales, R., & Nanda, R. (2012). A darker side to decentralized banks: Market power and credit rationing in SME lending. [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 105(2), 353-366.

Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. [Elektronische versie]. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(4), 19-39.

Crabbé, K., & De Bruyne, K. (2013). Taxes, Agglomeration Rents and Location Decisions of Firms. [Elektronische versie]. *De Economist*, 161(4), 421-446.

Dang, V. A. (2009). *An empirical analysis of zero-leverage and ultra-low leverage firms: Some UK evidence*. Opgevraagd via <http://www.econstor.eu/handle/10419/50708>

Dang, V. A. (2013). An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK. [Elektronische versie]. *International Review of Financial Analysis*, 30, 189-202.

De Kok, J., Vroonhof, P., Verhoeven, W., Timmermans, N., Kwaak, T., Sniijders, J., & Westhof, F. (2011). Do SMEs create more and better jobs? [Elektronische versie]. *Report prepared by EIM for the European Commission DG Enterprise and industry, Brussels, European Commission.*

De Sloover, F., Burggraeve, K., & Dresse, L. (2012). De Belgische bedrijfsinvesteringen in het licht van de crisis. [Elektronische versie]. *NBB Economisch Tijdschrift, September 2012, 31-47.*

De Vocht, A. (2013). *Basishandboek SPSS 21*. Utrecht: Bijleveld Press.

Delmotte, J., Lamberts, M., Sels, L., & Van Hootegem, G. (2002). Cahier 1: Wat weten we over KMO's en over personeelsbeleid in KMO's? [Elektronische versie].

Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M., & Krishnamurthy, S. (2012). Why are firms unlevered? [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance, 18(3), 664-682.*

Diamond, D. W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. [Elektronische versie]. *Journal of Political Economy, 97(4), 828.*

Ergungor, O. E. (2004). Market- vs. bank-based financial systems: Do rights and regulations really matter? [Elektronische versie]. *Journal of Banking & Finance, 28(12), 2869-2887.*

European Commission. (2015). What is an SME? Opgevraagd op 15 oktober, 2015, via http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/sme-definition/index_en.htm

Europese Unie. (2013). *Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en van de Raad*. Opgevraagd via <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:182:0019:0076:NL:PDF>

Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. [Elektronische versie]. *Journal of Political Economy, 88(2), 288-307.*

Fan, J. P. H., Titman, S., & Twite, G. (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. [Elektronische versie]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis, 47(1), 23-56.*

Faulkender, M., Flannery, M. J., Hankins, K. W., & Smith, J. M. (2012). Cash flows and leverage adjustments. [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics, 103(3), 632-646.*

Federale Overheidsdienst Financiën. (s.d.). Notionele interestaftrek. Opgevraagd op 29 november, 2015, via http://financien.belgium.be/nl/ondernemingen/vennootschapsbelasting/belastingvoordelen/notionele_interestaftrek

- Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). Determinants of Financial Structure: a New Methodological Approach. [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 34(3), 631-644.
- Flath, D., & Knoeber, C. R. (1980). Taxes, Failure Costs, and Optimal Industry Capital Structure: An Empirical Test. [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 35(1), 99-117.
- Gale, B. T. (1972). MARKET SHARE AND RATE OF RETURN. [Elektronische versie]. *Review of Economics & Statistics*, 54(4), 412.
- Gatchev, V. A., Spindt, P. A., & Tarhan, V. (2009). How do firms finance their investments?: The relative importance of equity issuance and debt contracting costs. [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 15(2), 179-195.
- Goldstein, R., Nengjiu, J., & Leland, H. (2001). An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure. [Elektronische versie]. *Journal of Business*, 74(4), 483-512.
- Graham, J. R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. [Elektronische versie]. *Review of Financial Studies*, 23(5), 1909-1940.
- Huyghebaert, N., & Van Hulle, C. (2006). Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares. [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 296-320.
- Hyytinen, A., & Väänänen, L. (2006). Where Do Financial Constraints Originate from? An Empirical Analysis of Adverse Selection and Moral Hazard in Capital Markets. [Elektronische versie]. *Small Business Economics*, 27(4/5), 323-348.
- Ivashina, V., & Scharfstein, D. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 319-338.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 76(2), 323.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kale, J. R., Noe, T. H., & Ramirez, G. G. (1991). The Effect of Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence. [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 46(5), 1693-1715.

- Kang, J. W., & Heshmati, A. (2008). Effect of credit guarantee policy on survival and performance of SMEs in Republic of Korea. [Elektronische versie]. *Small Business Economics*, 31(4), 445-462.
- Kestens, K., Cauwenberge, P. V., & Christiaens, J. (2012). The effect of the notional interest deduction on the capital structure of Belgian SMEs. [Elektronische versie]. *Environment & Planning C: Government & Policy*, 30(2), 228-247.
- Klemm, A. (2007). Allowances for corporate equity in practice. [Elektronische versie]. *CESifo Economic Studies*, 53(2), 229-262.
- Konopaski, M., Jack, S., & Hamilton, E. (2015). How Family Business Members Learn About Continuity. [Elektronische versie]. *Academy of Management Learning & Education*, 14(3), 347-364.
- Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2010). Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. [Elektronische versie]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187.
- Lewellen, K. (2006). Financing decisions when managers are risk averse. [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 551-589.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). *Venture Capital & the Finance of Innovation*. United States of America: John Wiley & Sons, Inc.
- Miller, M. H. (1977). Debt and taxes. [Elektronische versie]. 32, 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 53(3), 433.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Ramalho, J. J. S., & Da Silva, J. V. (2009). A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms. [Elektronische versie]. *Quantitative Finance*, 9(5), 621-636.
- Romano, C. A., & Tanewski, G. A. (2001). CAPITAL STRUCTURE DECISION MAKING: A MODEL FOR FAMILY BUSINESS. [Elektronische versie]. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285.
- Sen, S., & Chattopadhyay, M. K. (1995). Bank Lending Rules for Managing Sovereign Risk. [Elektronische versie]. *Journal of Economics & Finance*, 19(1), 93.
- Shapiro, S. P. (2005). AGENCY THEORY. [Elektronische versie]. *Annual Review of Sociology*, 31, 263-284.

Snoeks, R. (2016). Nieuwe EU-Jaarrekeningrichtlijn. Opgevraagd op 19 februari, 2016, via <http://www.vhg.be/nieuwsbrief-artikel/nieuwe-eu-jaarrekeningrichtlijn>

Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009). Collateral and credit rationing: a review of recent empirical studies as a guide for future research. [Elektronische versie]. *Journal of Economic Surveys*, 23(5), 924-946.

Strebulaev, I. A. (2007). Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 62(4), 1747-1787.

Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1-23.

Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.

UNIZO. (2015, 11/09/2015). Economisch belang van KMO's in België. Opgevraagd op 30 oktober, 2015, via http://www.unizo.be/sites/default/files/1508_economisch_belang_kmo.pdf

Van Hulle, K., Lybaert, N., & Maes, J.-P. (2015). *Boekhoud- en Jaarrekeningrecht*. Brugge, België: die Keure.

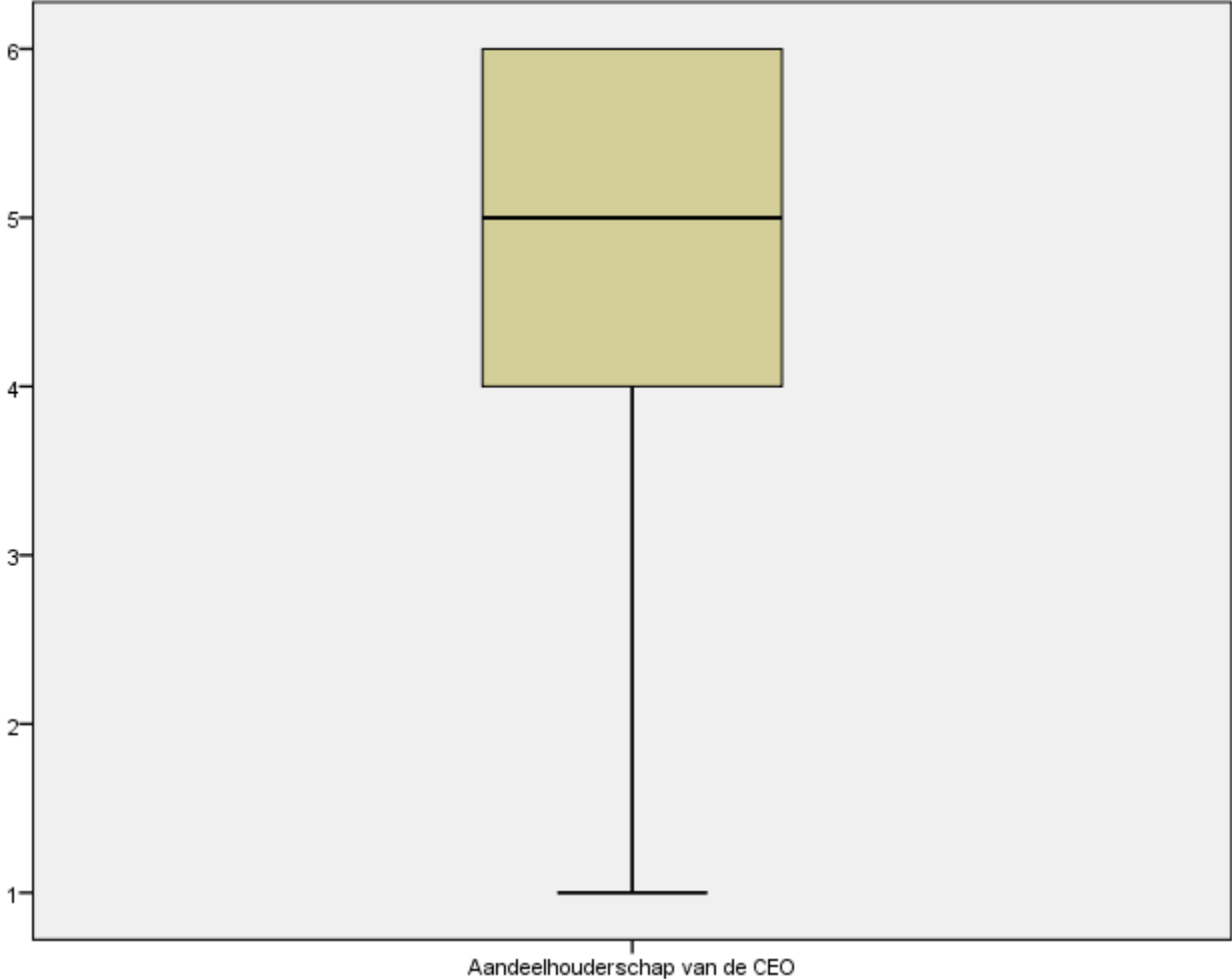
Voordeckers, W., & Steijvers, T. (2006). Business collateral and personal commitments in SME lending. [Elektronische versie]. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 3067-3086.

Wagenvoort, R. (2003). Are finance constraints hindering the growth of SMEs in Europe? [Elektronische versie]. *European Investment Bank*, 8(2), 23-50.

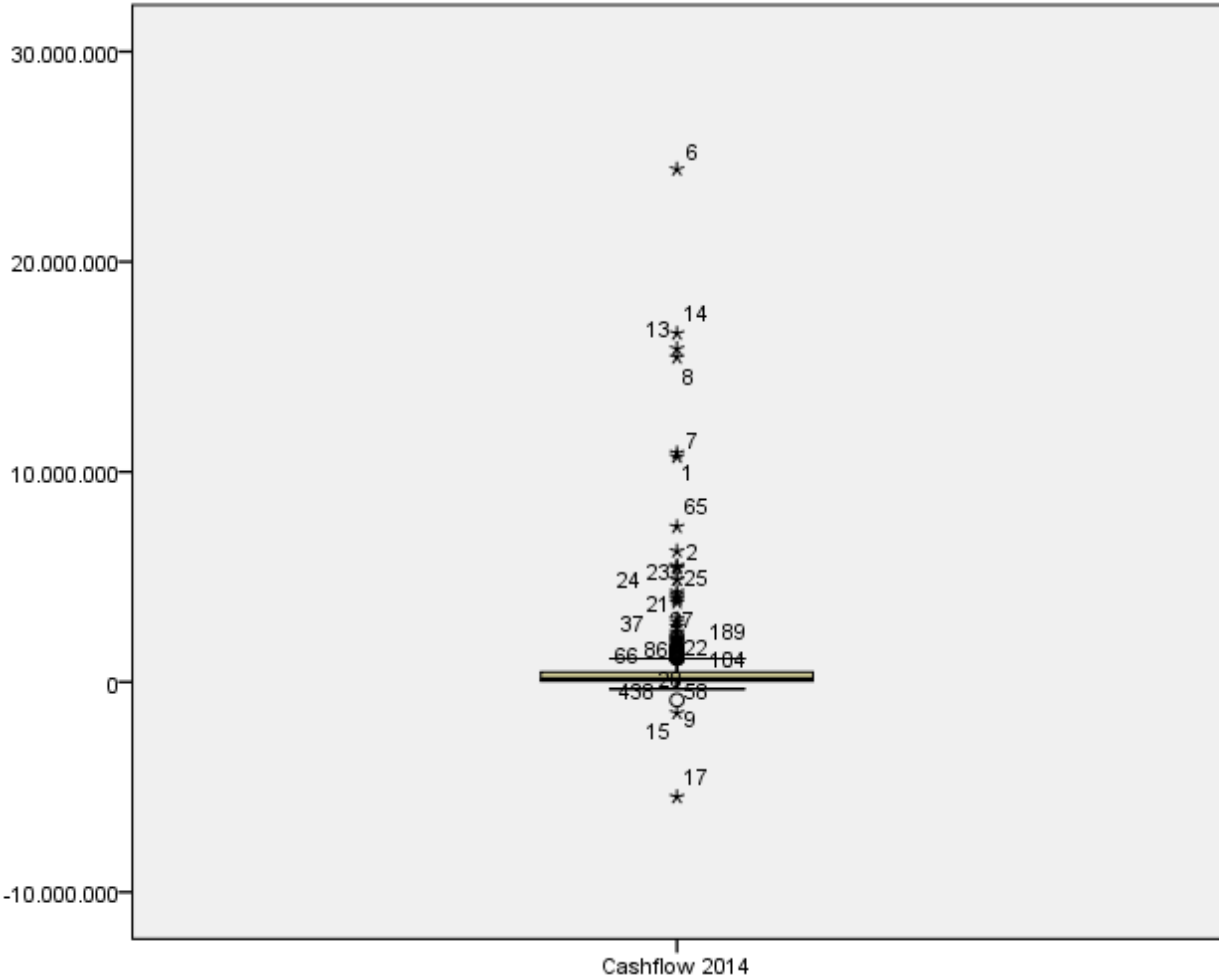
Xiao, W., & Jie, Z. (2003). On the Bank Credit Rationing and Loan of Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs). [Elektronische versie]. *Economic Research Journal*, 7, 008.

Bijlagen

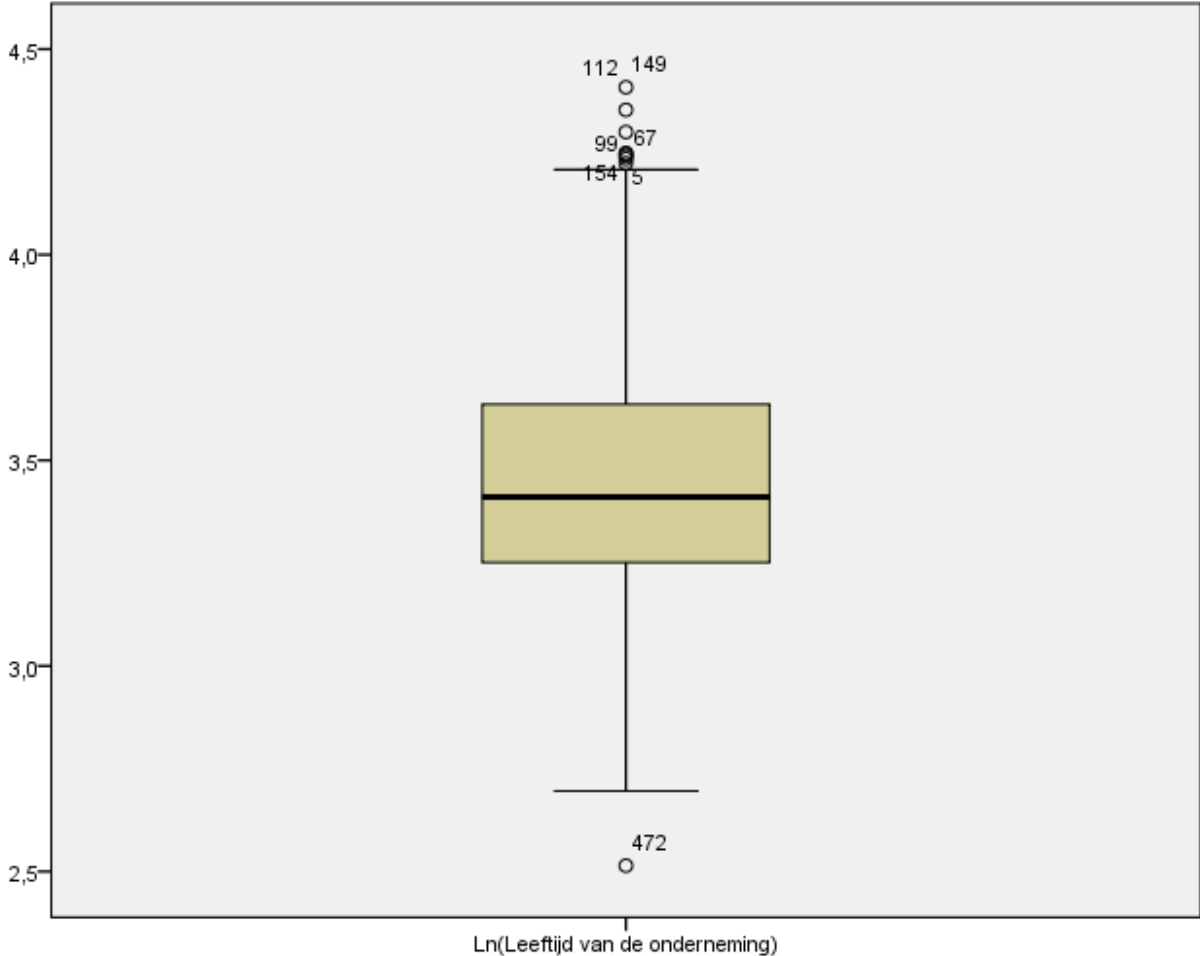
Bijlage 1: Boxplot voor het aandeelhouderschap van de CEO



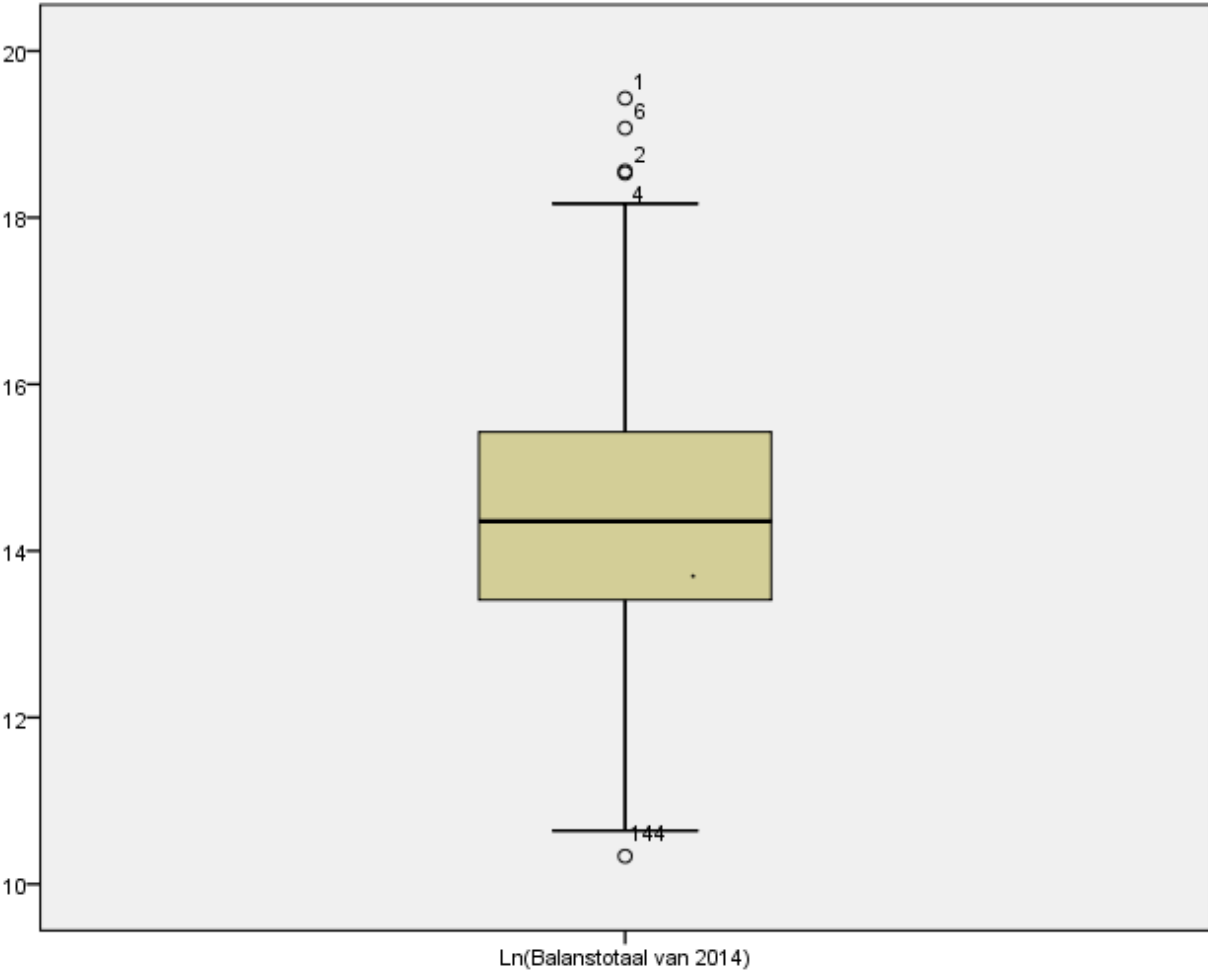
Bijlage 2: Boxplot voor de cashflow in 2014



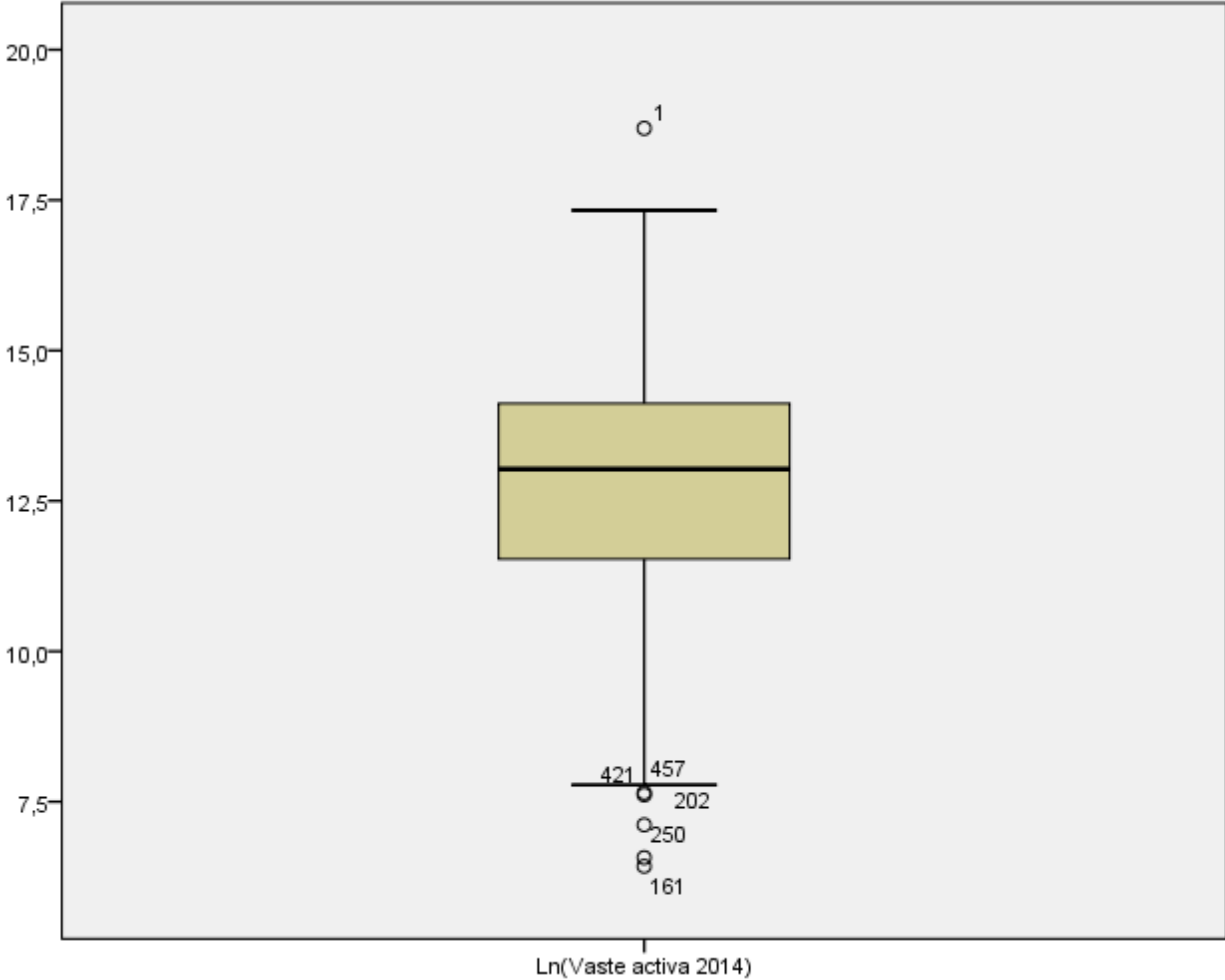
Bijlage 3: Boxplot voor het natuurlijk logaritme van de leeftijd van de onderneming



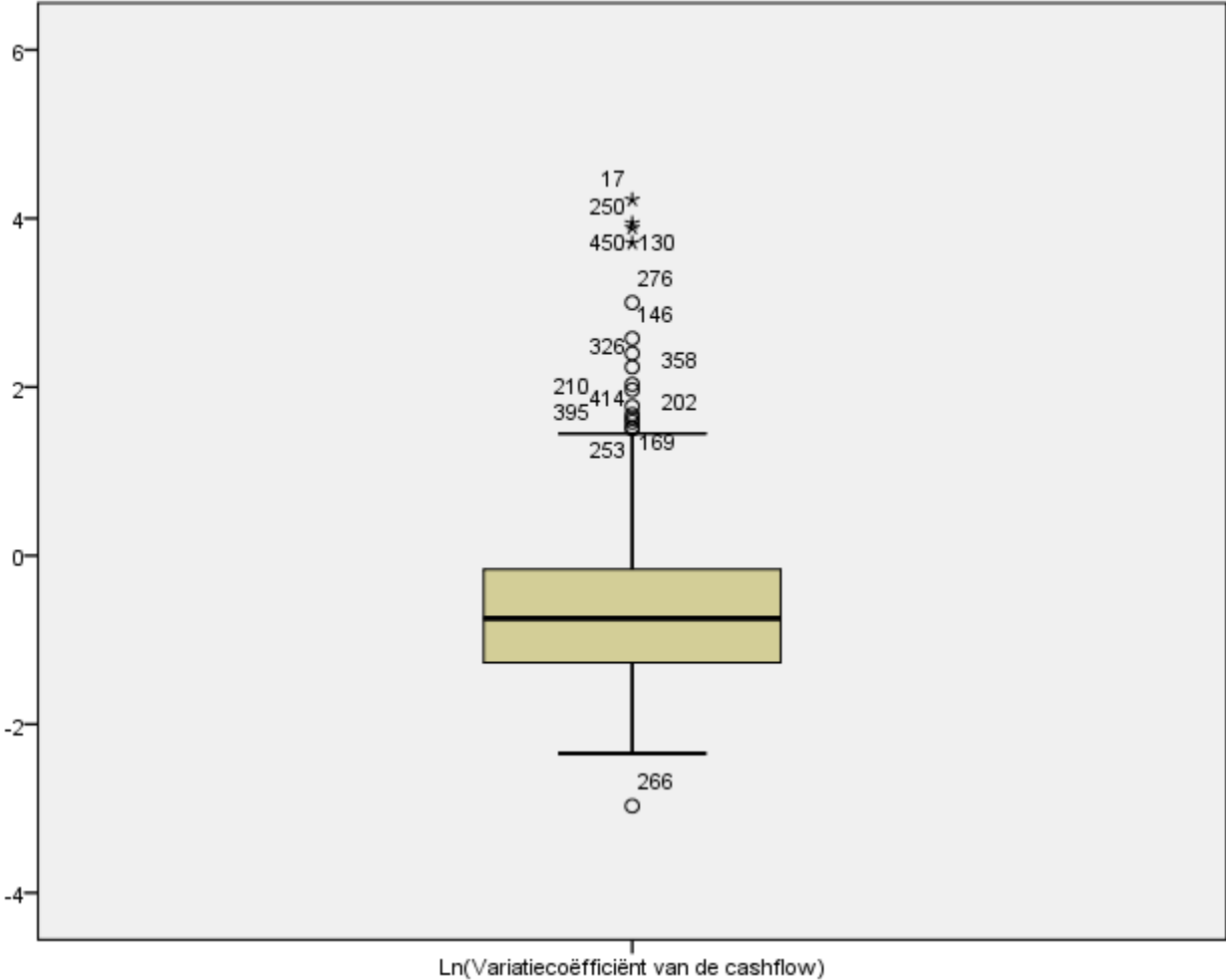
Bijlage 4: Boxplot voor het natuurlijk logaritme van het balanstotaal van 2014



Bijlage 5: Boxplot voor het natuurlijk logaritme van de vaste activa in 2014



Bijlage 6: Boxplot voor het natuurlijk logaritme van de variatiecoëfficiënt van de cashflow



Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

Een onderzoek naar Belgische 'zero-leverage' KMO's

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen-accountancy en financiering**

Jaar: **2016**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Houbrechts, Nick

Datum: **17/05/2016**