



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Schuldfinanciering bij private bedrijven

Simon Philippaers

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2018
2019



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Schuldfinanciering bij private bedrijven

Simon Philippaers

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Voorwoord

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding Handelswetenschappen met als afstudeerrichting accountancy, financiering en fiscaliteit.

Via deze weg zou ik graag iedereen bedanken die mij tijdens mijn opleiding en het schrijven van deze masterproef hebben gesteund.

Alle professoren die mij gedurende de voorbije jaren heel wat interessante kennis hebben bijgebracht.

Een speciaal dankwoord gaat uit naar mijn promotor prof. Dr. Sigrid Vandemaele. Ik kon steeds bij haar terecht met mijn vragen. Haar hulp, deskundig advies en kritische bemerkingen hebben deze masterproef mee vorm gegeven.

De medestudenten waarmee ik de voorbije jaren een boeiend leerproces heb mogen ervaren. Hun kritische noot hebben mij mee gevormd tot wie ik nu ben.

Tot slot, mijn ouders, die mij onvoorwaardelijk steunen en mij stimuleren om te ijveren voor mijn doel.

Samenvatting

Deze masterproef heeft als doelstelling om een overzicht te creëren betreffende de schuldfinanciering van private bedrijven in België.

De verschillende determinanten worden in kaart gebracht die een impact uitoefenen op de schuldgraad van een private onderneming. Alzo kan er een overzicht gecreëerd worden van de impact van iedere determinant op de verschillende soorten schulden die de onderneming aanhoudt. Schulden worden geclassificeerd op basis van de looptijd en de doelstelling waarvoor de schuld werd aangegaan. Vervolgens wordt een verklaring gegeven van de waargenomen impact.

In een literatuurstudie worden de meest relevante theoretische concepten geclusterd. Ze tracht een verklaring te geven van de redenen waarvoor er met schulden gefinancierd wordt. De aspecten die de kapitaalstructuur van een onderneming helpen verklaren worden gesteund door twee voornamelijk theorieën, namelijk de *trade-off* theorie en de *pecking order* theorie.

Het daarop volgende deel van de literatuurstudie creëert een overzicht van de verschillende determinanten die mogelijk een effect hebben op de schuldgraad van een onderneming. Deze determinanten kunnen worden opgesplitst in bedrijfsspecifieke determinanten, nationale determinanten en de determinanten die ondernemingen kunnen beïnvloeden om zich conservatief ten aanzien van schulden op te stellen. Daarnaast worden de verschillende soorten schulden theoretisch geclassificeerd. De classificatie maakt een onderscheid tussen korte termijn en lange termijn schulden en tussen operationele en financiële schulden.

De empirische studie in deze masterproef zal de impact van de verschillende determinanten, die in de literatuur werden waargenomen, onderzoeken op basis van de verschillende schuldgraden. Dit gebeurt door een lineaire regressie analyse uit te voeren op een steekproef van 8263 private bedrijven in België.

Geconcludeerd kan worden dat de kapitaalstructuur van een private onderneming bepaald zal worden door de beschikbaarheid aan interne middelen. De belangrijkste determinanten die de aanwezigheid van interne middelen in de onderneming kunnen verklaren zijn de liquiditeit en de beschikbare kasstromen. Deze zullen een beter alternatief aanreiken voor een korte en lange termijn schuldfinanciering. De nood aan operationele en financiële schulden zal hierdoor afnemen. Een ander aspect dat een sterke impact heeft op de kapitaalstructuur, is de onderhandelingspositie van onderneming ten aanzien van schuldverlener. Grote bedrijven en bedrijven met een grote proportie aan materiële vaste activa over totale activa, kunnen meer zekerheid aan de schuldverlener bieden dat de schulden zullen worden terugbetaald. Enerzijds zullen deze bedrijven gemakkelijker een schuldfinanciering kunnen afsluiten. Ze zullen dus met meer financiële schulden kunnen financieren, wat ook als een substituuut kan dienen voor operationele schulden. Anderzijds kunnen deze bedrijven voldoende interne middelen genereren waardoor de nood aan een operationele schuldfinanciering afneemt.

De interne middelen die winstgevendende bedrijven kunnen genereren zullen vooral als een alternatief voor operationele schulden dienen.

De groeiratio geeft dan weer een grotere nood aan financieringsmiddelen aan. Vooral de nood aan operationele schulden zal toenemen wanneer een onderneming onderhevig is aan een hoge groeiratio.

Een hoger bedrijfsrisico zal het voor de onderneming minder aantrekkelijk maken om gebruik te maken van financiële schulden. Er wordt wel een substitutie effect waargenomen tussen operationele en financiële schulden. De daling van de financiële schulden gaat gepaard met een toename van de operationele schulden.

Het hoger effectief belastingtarief, dat een impuls geeft om meer van het belastingvoordeel van schulden gebruik te maken, zal volgens de regressie analyse enkel een positieve invloed uitoefenen op de operationele schulden.

De andere mogelijke determinanten die werden teruggevonden in de literatuur, waar de managers ook aandelen van de onderneming bezitten en het niet-schuld gerelateerde belastingschild, zullen de schuldgraad van een private onderneming in dit onderzoek niet aanzienlijk beïnvloeden.

Inhoudstafel

Voorwoord	
Samenvatting	
Inhoudstafel	
Lijst van tabellen	
1. Probleemstelling en onderzoeksvragen	1
1.1 Inleidende probleemstelling	1
1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen	1
2. Literatuurstudie	3
2.1 Inleiding	3
2.2 De theorieën	4
2.2.1 De <i>trade-off</i> theorie	4
2.2.2 De <i>pecking order</i> theorie	6
2.3 De determinanten	7
2.3.1 Bedrijfsspecifieke determinanten	7
2.3.2 Nationale determinanten	10
2.4 Private bedrijven en het conservatisme	12
2.5 Soorten schulden	15
2.5.1 Operationele en financiële schulden	15
2.5.2 Korte termijn en lange termijn schulden	15
3. Empirische studie	17
3.1 Onderzoekshypothesen	17
3.1.1 Hypothesen over de bedrijfsspecifieke determinanten van private ondernemingen in België	17
3.1.2 Hypothesen over de nationale determinanten van private bedrijven in België	18
3.1.3 Hypothesen over het conservatisme in private bedrijven	19
3.2 Data	20
3.2.1 Steekproef	20
3.2.2 Afhankelijke variabele	22
3.2.2.1 Korte termijn schuldgraad	23
3.2.2.2 Lange termijn schuldgraad	23
3.2.2.3 Totale schuldgraad	23
3.2.2.4 Financiële schuldgraad	23
3.2.3 Onafhankelijke variabele	23
3.2.3.1 Bedrijfsspecifieke determinanten	23
3.2.3.1.1 Grootte	23
3.2.3.1.2 Winstgevendheid	24
3.2.3.1.3 Hoeveelheid aan materieel vaste activa	24
3.2.3.1.4 Groei	24
3.2.3.1.5 Bedrijfsrisico	24
3.2.3.1.6 Liquiditeit	24
3.2.3.1.7 Niet-schuld gerelateerde belastingschild	24

3.2.3.2 Determinanten die het conservatisme in private bedrijven beïnvloeden	25
3.2.3.2.1 Beschikbare kasstromen	25
3.2.3.2.2 Zaakvoerder als eigenaar	25
3.2.3.2.3 Effectieve belastingtarief	25
3.3 Beschrijvende statistiek	25
3.4 Correlatie analyse	28
3.5 Regressie analyse	31
3.5.1 Bedrijfsspecifieke determinanten	32
3.5.2 Determinanten die het conservatisme in private bedrijven beïnvloeden	36
3.6 Conclusie regressie analyse	37
4. Besluit	41
5. Referenties	43

Lijst van tabellen

Tabel 1: Hypotheses over de invloed van de verschillende determinanten op de schuldgraad volgens de twee besproken theorieën	20
Tabel 2: Overzicht tot het ontstaan van de steekproef door middel van het toepassen van de verschillende criteria	22
Tabel 3: Verdeling bedrijven per sector	22
Tabel 4: Beschrijvende statistiek zonder winsorizing	26
Tabel 5: Beschrijvende statistiek na winsorizing en het verwijderen van de variabele "effectieve belastingtarief" <0 en >1	28
Tabel 6: Correlatie analyse	29
Tabel 7: Resultaten regressie analyse voor korte en lange termijn schuldgraad	31
Tabel 8: Resultaten regressie analyse voor financiële en totale schuldgraad	31
Tabel 9: Hypotheses over de invloed van de verschillende determinanten op de schuldgraad volgens de twee eerder besproken theorieën, gecombineerd met de empirische resultaten met betrekking tot financiële en operationele schulden	37

1. Probleemstelling en onderzoeksvragen

1.1 Inleidende probleemstelling

In het verleden werd er al heel wat onderzoek verricht naar de kapitaalstructuur van bedrijven. Het onderzoek van Modigliani & Miller (1958,1963) toont aan dat de kapitaalstructuur van een onderneming de waardering van een bedrijf kan beïnvloeden. In de financiële literatuur bestaan er twee prominente theorieën die de kapitaalstructuur van een onderneming helpen verklaren.

Zowel de *trade-off* theorie als de *pecking order* theorie halen aspecten aan die de keuze voor een bepaalde financieringsmethode helpt verklaren. De *trade-off* theorie baseert zich op de voor- en nadelen van een schuldfinanciering om zo tot een optimale kapitaalstructuur te komen die de waarde van de onderneming maximaliseert. Terwijl de *pecking order* theorie zich baseert op een hiërarchie in financieringsmiddelen zodat er een preferente financieringsmethode ontstaat. Doordat deze theorieën zich op verschillende aspecten baseren zal geen enkele theorie de kapitaalstructuur van een onderneming volledig bepalen. Niettegenstaande dat geen enkele theorie alomvattend is, kunnen ze allebei wel een specifiek inzicht bieden aan een onderneming over het wel of niet met schulden financieren.

De schuldgraad van een onderneming wordt bepaald door een unieke combinatie van determinanten. Toch is het niet altijd even duidelijk welke determinanten het meest de kapitaalstructuur beïnvloeden en op welke theorie deze invloed gebaseerd is. Zeker wanneer er specifiek gekeken wordt naar kapitaalstructuur van niet-beursgenoteerde bedrijven, blijkt dat er beduidend minder onderzoek naar verricht werd.

Aangezien de Belgische economie uit het overgrote deel uit niet-beursgenoteerde bedrijven bestaat, is het zeer interessant om hier meer duidelijkheid over te scheppen.

1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

Deze masterproef zal onderzoek verrichten omtrent:

"Schuldfinanciering bij private bedrijven in België"

De masterproef heeft als doelstelling om inzicht te creëren betreffende de determinanten die de schuldgraad van een onderneming kunnen beïnvloeden. Bijkomend kan de impact van de determinanten een beeld geven over de aspecten die doorwegen in de kapitaalstructuurbeslissing van een private onderneming in België.

Om meer duiding te geven over hoe de onderzoeksvraag beantwoord zal worden, zal de onderzoeksvraag opgesplitst worden in deelvragen.

De eerste deelvraag luidt als volgt:

"Welke determinanten met betrekking tot de schuldgraad van private bedrijven in België kunnen worden teruggevonden en welke relatie wordt er waargenomen op de verschillende soorten schulden?"

De eerste deelvraag heeft als doelstelling om een compleet overzicht te genereren over de factoren die een impact uitoefenen op de kapitaalstructuur van een Belgische private onderneming. Deze impact zal ook specifiek bekeken worden op de verschillende soorten schulden die een onderneming kan aanhouden. Enerzijds met betrekking tot de looptijd van de schulden, korte termijn en lange termijn schulden. Anderzijds met betrekking tot de doelstelling waarvoor de schulden zijn aangegaan, operationele doelstelling of financiële doelstelling.

Daarnaast is het belangrijk om de determinanten te analyseren. Deze analyse kan een indicatie geven over de theorie waarop de impact gebaseerd is. Hiermee kan een overzicht gecreëerd worden over de theoretische aspecten die het meeste doorwegen op de kapitaalstructuur van een private onderneming in België.

Hierop volgend de tweede deelvraag:

"Welke aspecten die de kapitaalstructuur beïnvloeden, wegen het meeste door in het bepalen van de schuldgraad van een private onderneming in België?"

2. Literatuurstudie

2.1 Inleiding

Iedere onderneming zal financieringsmiddelen moeten aanspreken om haar operationele activiteiten en haar investeringen, die ze nodig heeft om te groeien, te realiseren. De onderneming heeft hiervoor de mogelijkheid om verschillende middelen aan te spreken. Eén mogelijkheid is een financiering op basis van eigen vermogen, namelijk door uitgifte van aandelen of gebruik te maken van niet-uitgekeerde winsten uit vorige boekjaren. De tweede mogelijkheid, en waar er in deze masterproef dieper op zal worden ingegaan, is een financiering op basis van schulden. De meest voorname financiële schulden zijn bankschulden, gewone obligatieschulden, converteerbare obligatieschulden, handelspapieren en hypotheek schulden (Rauh & Sufi, 2010).

Toch is het voor bedrijven niet altijd duidelijk in welke mate een financiering op basis van financiële schulden een invloed kan hebben op de waardering van de onderneming. Volgens Modigliani & Miller (1958) heeft de kapitaalstructuur geen invloed op de waarde van een bedrijf in een perfect functionerende kapitaalmarkt.

Om van een perfecte kapitaalmarkt te spreken moet er aan drie verschillende voorwaarden voldaan worden. Allereerst moet er symmetrische informatie bestaan tussen de managers en de potentiële investeerders, dit wilt zeggen dat er geen interne informatie is en dus alle informatie beschikbaar is op de externe markt (Modigliani & Miller, 1958). Daarnaast moet er ook een afwezigheid zijn van de belastingen en transactiekosten (Modigliani & Miller, 1958). En tenslotte mag er ook geen faillissementsrisico zijn waardoor er geleend kan worden aan een risicovrije rentevoet (Modigliani & Miller, 1958).

De condities die noodzakelijk zijn om van een perfecte kapitaalmarkt te spreken komen echter in de werkelijkheid niet voor. Door het alleen al maar toevoegen van een belastingschild kan het voordeliger zijn om met schulden te financieren (Modigliani & Miller, 1963).

Om een goed beeld te kunnen ontwikkelen in welke mate financiële schulden aangehouden worden in private ondernemingen, is het belangrijk om te begrijpen waarom ondernemingen financiële schulden aanhouden. Allereerst is het belangrijk om de voor- en nadelen van een schuldfinanciering af te wegen. Het bespreken van de verschillende theorieën die de kapitaalstructuur beschrijven, zal meer inzicht kunnen bieden in de verschillende redenen om meer of juist minder schulden aan te houden.

Naast de verschillende theorieën zijn er een aantal determinanten die een invloed kunnen uitoefenen op de proportie schulden binnen een onderneming.

Om een compleet beeld te creëren is het noodzakelijk om steeds de verschillende determinanten af te wegen aan de verschillende theorieën. Telkens zal de vraag gesteld worden welke invloed de verschillende determinanten volgens de theorieën zullen uitoefenen op de kapitaalstructuur in een onderneming.

2.2 De theorieën

In de financiële literatuur kan er een onderscheid gemaakt worden tussen twee theorieën. Zowel de *pecking order* theorie als het *trade-off* model kunnen een inzicht bieden in de kapitaalstructuur van een onderneming.

2.2.1 De *trade-off* theorie

In het *trade-off* model maakt men steeds een belangenafweging tussen het aanhouden van schulden en een financiering op basis van eigen vermogen. Het model zal de kosten en opbrengsten van iedere additionele euro schuld in kaart brengen.

Dit model houdt rekening met het belastingvoordeel dat een onderneming kan bekomen door te financieren met schulden. Het belastingvoordeel ontstaat doordat de interestkosten van een schuldfinanciering opgenomen kunnen worden als een fiscaal aftrekbaar kost, terwijl de kost van eigen vermogen niet fiscaal aftrekbaar is. Het belastingvoordeel dat hierdoor bekomen kan worden, wordt vaak berekend door de huidige waarde van de belastingbesparing te nemen die ontstaat door de interesten die betaald moeten worden op de schulden (Fernandez, 2007).

Een bedrijf dat schulden aanhoudt zal volgens de *trade-off* beslissing wel steeds rekening moeten houden met het verhoogd risico op een faillissement. Het faillissementsrisico gaat gepaard met een aantal kosten. Deze kunnen opgedeeld worden in enerzijds directe kosten en anderzijds indirecte kosten. Een belangrijke indirecte kost is dat leveranciers terughoudender zullen worden met de toekenning van kredieten omdat het risico hoger is dat ze het geld niet zullen ontvangen (Sautner & Vladimirov, 2018). Niet alleen leveranciers, maar ook banken zullen minder geneigd zijn om leningen af te sluiten aan ondernemingen met een hogere schuldgraad (Sautner & Vladimirov, 2018). Daarnaast zullen er ook een aantal potentiële nieuwe klanten er van afzien om een professionele relatie met de onderneming aan te gaan, zeker wanneer ze een samenwerking op lange termijn beogen (Sautner & Vladimirov, 2018). Er zijn ook een aantal directe kosten met het faillissementsrisico verbonden. Een voorbeeld hiervan is de juridische kost die gepaard gaat met faillissementen en het vermijden van faillissementen. Daarnaast zal de kans toenemen dat activa verkocht worden tegen een lagere waarde dan de boekwaarde, om zo liquide middelen te verkrijgen om schulden terug te betalen (John, 1993). Bovendien zullen de banken de voorwaarden of convenanten voor de toekenning van een lening afstemmen op het risicoprofiel van de ontlenaar (Strahan, 1999). Wanneer het kredietrisico van een onderneming toeneemt, zal de bank dit compenseren met het opleggen van hogere rentetarieven en strengere convenanten. Naast een *trade-off* tussen het belastingvoordeel en alle kosten gerelateerd aan een faillissement, moet de onderneming ook rekening houden met alle kosten en opbrengsten die ontstaan uit het *agency conflict* tussen de managers en de aandeelhouders (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976). Dit conflict ontstaat doordat managers optreden als een agent voor de aandeelhouders. De managers zullen in naam van de aandeelhouders de ondernemingsactiviteiten uitvoeren. In ruil verwachten de aandeelhouders dat de managers alle handelingen zullen stellen om de aandeelhouderswaarde te verhogen. Toch blijkt in de realiteit dat managers ook handelingen stellen om hun eigenbelang te dienen. Deze handelingen liggen niet altijd in lijn met de verwachtingen van de aandeelhouders. Volgens de *free cashflow* theorie van Jensen (1986) worden er vrije kasstromen door de managers verspild aan slechte investeringen en manieren om

het eigenbelang te dienen. De *free cashflow* geeft namelijk de waarde van de geldstromen weer die beschikbaar zijn voor de investeerders van een bedrijf. Deze geldstromen kunnen zowel uitgekeerd worden aan schuldeisers of aan aandeelhouders. Volgens de *free cashflow* theorie zullen managers die macht kunnen uitoefenen over aanzienlijk hoge vrije kasstromen, de neiging hebben om de *free cashflow* waarover zij zeggenschap hebben te verhogen en te investeren in projecten met een laag rendement. Hierdoor worden deze kasstromen niet uitgekeerd aan de aandeelhouders. Wanneer er veel vrije kasstromen beschikbaar zijn aan het management, zal het risico vergroten dat deze kasstromen niet efficiënt worden gebruikt. Door schulden in de onderneming te incorporeren zal de neiging om te veel te investeren verkleinen (Brailsford, Oliver, & Pua, 2002). De managers zullen er dan steeds alles aan moeten doen om zo goed mogelijke prestaties te behalen en het beschikbare geld op een zo goed mogelijke manier te investeren. Dit zal er voor zorgen dat deze bedrijven in de toekomst zo hoog mogelijke *cashflows* zullen genereren om aan de schuldverplichtingen te voldoen (Grossman & Hart, 1980).

Daarnaast zullen de banken dit effect nog versterken door het controleren van de onderneming om te verzekeren dat leningen terugbetaald kunnen worden (Brailsford et al., 2002). De managers van een bedrijf met een hoge schuldgraad zullen zich dus onder een zwaardere druk bevinden om een hoge vrije cashflow te genereren zodat ze hun interesten kunnen betalen. Daarnaast reduceert het de kans dat er uitgaven gebeuren die de aandeelhouderswaarde niet vergroten, zoals uitgaven om de persoonlijke macht van de managers te verhogen.

Toch zal een onderneming die met schulden financiert er rekening mee moeten houden dat de aandeelhouders andere verwachtingen hebben dan de schuldeisers. Om het risico te compenseren dat de managers de belangen van de eigenaars gaan voor op stellen, zullen de kredietverleners hogere interestenvoeten vragen aan risicovolle ondernemingen of convenanten opleggen (Strahan, 1999). Zowel de convenanten als de hogere interestvoeten zijn maatregelen die een schuldverlener kan nemen om de kans te vergroten dat zijn belangen gerespecteerd worden, zodat de schuld zal kunnen worden terugbetaald. Deze extra kosten voor de onderneming zijn gekenmerkt als *agency* kosten van schulden, waarmee ook rekening mee moet gehouden worden in de *trade-off* afweging.

Volgens deze theorie moet er steeds een afweging gemaakt worden tussen de voor- en nadelen van een financiering door middel van schulden. De voordelen van een schuldfinanciering zijn het belastingvoordeel en de druk op het management. Deze voordelen worden afgewogen tegen de verhoogde kans op een faillissement wanneer de schuldgraad toeneemt en de *agency* kosten van schulden. Op basis van deze afweging kan een onderneming zijn optimale schuldgraad herkennen. Zo zal een onderneming in het algemeen een lagere optimale schuldgraad hebben wanneer er lagere interestvoeten gehanteerd worden op schulden, aangezien het belastingvoordeel daardoor verkleint (Abel, 2018). *Ceteris paribus* zal de optimale schuldgraad toenemen wanneer een onderneming bezit over aanzienlijke hoge vrije kasstromen, om zo de *agency* problemen te verminderen.

Daarnaast zal ook het institutionele kader een effect kunnen uitoefenen. In landen waar het faillissementsstelsel een harde handhaving van de contractuele prioriteit met zich meebrengt, is de bankschuldcapaciteit hoger. Een harde handhaving van de contractuele prioriteit zorgt voor een grote zekerheid dat de schuldverlener zal worden terugbetaald. Hierdoor zal de nood verkleinen

dat er voorwaarden aan de schuld worden verbonden, waardoor het voordeliger wordt om met schulden te financieren (Hackbarth, Hennessy, & Leland, 2007).

2.2.2 De *pecking order* theorie

Een tweede theorie die meer inzicht kan bieden in de keuze om dan wel of niet met schulden te financieren, is de *pecking order* theorie. De theorie, ontwikkeld door Myers en Majluf (1984), baseert zich op de asymmetrische informatie tussen managers en investeerders. Deze asymmetrie zal er voor zorgen dat er een preferentie ontwikkeld zal worden in het gebruik van financieringsmiddelen. Dit model houdt rekening met de transactiekosten die verbonden zijn aan de uitgifte van aandelen en de extra kosten die ontstaan omdat de manager superieure informatie over de onderneming bezit. De potentiële financiers kunnen de waarde van de effecten daarom niet perfect inschatten en zullen er van uit gaan dat het management een prikkel heeft om aandelen uit te geven bij een hoge aandelenprijs. Hierdoor zullen deze investeerders geneigd zijn om de effecten te onderwaarderen om het risico op te vangen (Stewart C. Myers & Majluf, 1984). Om de extra kosten te verminderen die gepaard gaan met de asymmetrische informatie, zullen bedrijven eerst intern opzoek gaan naar nieuwe financieringsmiddelen met name winsten die niet uitgekeerd werden in vorige boekjaren. Daarna wordt er pas opzoek gegaan naar externe financieringsmiddelen, eerst schulden in de vorm van leningen en uiteindelijk als het niet anders kan pas door uitgifte van eigen vermogen (Steward C. Myers, 1984).

Het grote verschil met de *trade-off* theorie is dat de *pecking order* theorie niet opzoek gaat naar een optimale schuldgraad, maar er wordt rekening gehouden met een hiërarchie die de keuze van financiering zal beïnvloeden. De kapitaalstructuur van een onderneming hangt volgens de *pecking order* theorie zeer sterk af van de beschikbare financieringsmiddelen (Haan & Hinloopen, 2003). Waardoor gesteld kan worden dat volgens deze theorie de financiering sterk afhankelijk is van de netto-cashflow van de bedrijven.

Hoewel de *pecking order* theorie duidelijk een preferenceerbare financieringsmethode naar voor schuift, zal een strikte toepassing van dit model weinig voorkomen (Leary & Roberts, 2010). Wanneer een onderneming een investering zal doorvoeren, zal ze in heel wat gevallen naast een interne financiering ook gebruik maken van een (kleine) hoeveelheid schulden of eigen vermogen. Toch blijkt dat winstgevendende bedrijven zich eerder zullen beroepen op een financiering met interne middelen wanneer ze hier de mogelijkheid toe hebben.

Dit wijst er op dat de strikte toepassing van één van de beide theorieën geen maatstaf kan zijn in het kiezen voor een efficiënte financieringsmethode. Het is dan ook niet gepast om de kapitaalstructuur van een onderneming op één theorie te baseren. Elke theorie baseert zich namelijk op andere aspecten die allen op hun eigen manier de financieringsbeslissing van een onderneming kunnen beïnvloeden (Fama & French, 2005).

2.3 Determinanten

Hoe de eerder besproken theorieën hun uitwerking hebben op de kapitaalstructuur van ondernemingen in de realiteit, hangt af van een combinatie van bedrijfsspecifieke, nationale en overige determinanten. Daarom is het belangrijk om de impact van elke determinant op de kapitaalstructuur te bespreken. Het analyseren van de theorieën kan een indicatie geven over de mogelijke impact die de verschillende determinanten kunnen uitoefenen op de kapitaalstructuur. Aangezien de theorieën zich op verschillende aspecten van de financieringsbeslissing baseren, zal het ook mogelijk zijn dat de determinanten volgens de theorieën een verschillende uitwerking hebben.

2.3.1 Bedrijfsspecifieke determinanten

Een eerste bedrijfsspecifieke determinant die een invloed kan uitoefenen op de kapitaalstructuur, is de grootte van de onderneming.

Een groot bedrijf zal de neiging hebben om zich te diversifiëren. Vooral een diversificatie op basis van activiteiten, waar een onderneming meerdere producten of diensten zal aanbieden, heeft volgens de *trade-off* theorie een positief effect op de schuldgraad. Een gediversifieerde onderneming bezit gediversifieerde cashflows uit meerdere activiteiten, wat leidt tot lagere verwachte faillissementskosten (Titman & Wessels, 1988). Dit komt overeen met het onderzoek van Panno (2003), waar er een negatieve relatie wordt gevonden tussen de grootte van een bedrijf en het systematische risico. Het dalen van het systematische risico naarmate een bedrijf groeit kan veroorzaakt worden door het feit dat grote ondernemingen de neiging hebben om zich meer te diversifiëren (Panno, 2003). In een onderneming met gediversifieerde producten of diensten is men niet meer afhankelijk van de opbrengsten van één product of dienst, waardoor er een grotere zekerheid heerst dat de schuld kan worden terugbetaald. Gediversifieerde ondernemingen kunnen hun product-specifieke risico's spreiden, waardoor het faillissementsrisico zal dalen (Yee Low & H. Chen, 2004). Een lager faillissementsrisico zal er voor zorgen dat de onderneming volgens het *trade-off* model er voor zal kiezen om meer met schulden te financieren zodat er optimaal geprofiteerd kan worden van het belastingvoordeel.

Wanneer de relatie tussen de *pecking order* theorie en de grootte van het bedrijf wordt geanalyseerd, houdt men vooral rekening met de interne middelen die gegeneerd kunnen worden. Grote bedrijven zijn meer matuur dan kleine bedrijven. Mature bedrijven hebben vaak een hoge interne *cashflow* generatie (de Jong, Kabir, & Nguyen, 2008). Volgens de *pecking order* theorie hebben deze bedrijven voldoende interne middelen ter beschikking waardoor de kans kleiner is dat ze moeten over gaan tot een schuldfinanciering.

Een tweede determinant die volgens de beide theorieën een effect heeft op de schuldgraad van een onderneming, is de liquiditeit.

Volgens de *trade-off* theorie zullen bedrijven met een hoge liquiditeit een verlaagde kans hebben om in liquiditeitsproblemen te komen. Het liquiditeitsrisico is de kans dat een onderneming niet aan haar financieringsverplichtingen kan voldoen, omdat er te weinig financiële middelen beschikbaar zijn. Wanneer het liquiditeitsrisico lager is, zal het ook zijn invloed hebben op het faillissementsrisico. Hierdoor zal een bedrijf met een hoge liquiditeit die een afweging maakt

tussen het belastingvoordeel en het faillissementsrisico, een hogere schuldgraad aanhouden (de Jong et al., 2008).

Wanneer de *pecking order* theorie gevolgd wordt, bekomt men een tegengestelde redenering. Een hogere liquiditeit wilt zeggen dat een onderneming veel intern gegenereerde fondsen ter beschikking heeft. Volgens de *pecking order* theorie zal de onderneming eerst die interne fondsen gebruiken, aangezien interne financiering geen transactiekosten omvatten. Pas wanneer de interne fondsen zijn opgebruikt zal er nood zijn aan een schuldfinanciering. Doordat er bij een hoge liquiditeit veel interne fondsen aanwezig zijn, zal de schuldratio volgens deze theorie lager zijn bij een hoge liquiditeit (de Jong et al., 2008).

Een derde determinant die een invloed kan hebben op de kapitaalstructuur van een onderneming is de groeiratio.

Groeiopportunities kunnen geclassificeerd worden als ontastbare activa van een onderneming, die geen waarde kunnen opleveren wanneer een onderneming te maken krijgt met een faillissement. Hierdoor verliest een groeiend bedrijf meer waarde in tijden van een faillissement (M. Frank & Goyal, 2007). Dit reflecteert zich in hogere faillissementskosten voor een onderneming. Deze hogere faillissementskosten zullen in de *trade-off* afweging doorwegen waardoor een groeiende onderneming minder schulden zal aanhouden. Naast hogere faillissementskosten zijn er ook een aantal *agency* problemen die dit effect zullen versterken. Een belangrijk deel van de *agency* kosten van schulden dat in beeld komt bij bedrijven met een hoog groeiratio is het onder-investeringsprobleem dat werd ontwikkeld door Myers (1977). Bedrijven krijgen met dit probleem te maken wanneer ze zich in de risicoregio bevinden, waar de waarde van het bedrijf kleiner is dan de afbetaling die moet gebeuren aan de schuldeisers. Volgens dit probleem vergroot de kans dat bedrijven die gefinancierd worden met risicovolle schulden niet alle investeringsopportunities zullen realiseren, niettegenstaande dat deze opportunities wel de waarde van het bedrijf kunnen vergroten. Daarnaast willen managers van groeiende bedrijven het risico verkleinen dat schuldeisers zich in de bedrijfsvoering mengen (Frank & Goyal, 2009). Zij willen namelijk de investeringsopportunities op hun eigen voorwaarden realiseren. Verhoogde faillissementskosten, *agency* problemen en de verhoogde afkeer van controle op het management zullen doorwegen in de *trade-off* afweging. Het *trade-off* model beargumenteert dat sterk groeiende bedrijven minder schulden zullen aanhouden (Frank & Goyal, 2009).

Een hoge groeiratio wilt zeggen dat er heel wat investeringsprojecten in de onderneming aanwezig zijn. Om de investeringsprojecten te realiseren, moeten ze natuurlijk financieringsmiddelen aanspreken. Volgens de *pecking order* theorie zullen deze bedrijven eerst hun interne middelen aanspreken, maar door de grote hoeveelheid aan investeringsprojecten is dit vaak niet voldoende. Daarom zullen deze bedrijven moeten over gaan tot een financiering door middel van schulden boven het uitgeven van extra aandelen (Cheng Lim, 2012). De *pecking order* theorie geeft daarom een positieve relatie weer tussen de groeiratio en de schuldgraad van een onderneming.

Ook de hoeveelheid materieel vaste activa die een onderneming bezit kan een indicatie geven over de schuldratio in de onderneming. Hier is het belangrijk dat het onderscheid wordt gemaakt tussen materieel vaste activa en immateriële vaste activa. Materieel vaste activa zijn in tegenstelling tot immaterieel vaste activa tastbaar, waardoor ze door externen beter gewaardeerd worden.

Doordat externen materieel vaste activa beter kunnen waarderen, zullen deze bedrijven vaak betere schuldvoorwaarden verkrijgen bij het afsluiten van een lening (Strahan, 1999). Deze materieel vaste activa hebben ook hun weerslag op de faillissementskosten van een bedrijf. De materiële vaste activa kunnen dienen als onderpand, wanneer men toch met een faillissement te maken krijgt (Harris & Raviv, 1991). Een bedrijf met grote investeringen in vastgoed, materiaal of andere materiele vaste activa zal lagere faillissementskosten hebben dan een bedrijf dat voornamelijk gebruik maakt van immateriële vaste activa (Psillaki, 2008). Volgens de *trade-off* theorie zullen bedrijven met een hoge proportie materieel vast actief een hogere schuldgraad aanhouden. Deze bedrijven zullen in hun afweging rekening houden met de lagere faillissementskosten. Om optimaal te profiteren van het belastingvoordeel van schulden zullen deze bedrijven meer schulden gaan aanhouden.

Anderzijds zou een grote hoeveelheid materieel vaste activa er ook op kunnen wijzen dat de onderneming uit deze activa een stabiele stroom aan opbrengsten kan genereren. Dit zijn intern gegenereerde fondsen, die volgens de *pecking order* theorie een beter alternatief bieden dan externe schulden (Psillaki, 2008). Hierdoor voorspelt de *pecking order* theorie een negatieve relatie tussen de hoeveelheid materiële vaste activa en de hoeveelheid schulden in een bedrijf.

De winstgevendheid van een bedrijf is een vijfde determinant die een indicatie kan geven over de kapitaalstructuur.

Het *trade-off* model houdt rekening verwachte faillissementskosten, belastingvoordelen en het agency probleem. Allereerst zullen de verwachte faillissementskosten dalen wanneer de winstgevendheid stijgt (Fama & French, 2002). Een winstgevend bedrijf heeft namelijk een lager risico om op een faillissement af te stevenen. Daarnaast zal het aanhouden van schulden aangemoedigd worden, om zo de kans te verkleinen dat managers vrije kasstromen gaan verspillen (Fama & French, 2002). Wanneer een onderneming winstgevend is zal zich dat reflecteren in hogere vrije kasstromen. Om het *agency* probleem dat ontstaat door hoge *free cashflow* tegen te gaan, zal de onderneming volgens het *trade-off* model meer schulden gaan aanhouden. In de afweging volgens dit model zal zowel rekening gehouden worden met het optimaal profiteren van het belastingvoordeel aangezien winstgevendende bedrijven lagere faillissementskosten hebben, als de nood aan schulden om het verhoogd risico op een *agency conflict* tegen te gaan. Deze aspecten zullen er voor zorgen dat een winstgevend bedrijf volgens het *trade-off* model meer schulden zal aanhouden.

In een versimpelde weergave van de wereld zullen, wanneer de winst toeneemt en de investeringen constant blijven, meer intern gegenereerde middelen beschikbaar zijn (Fama & French, 2002). Volgens de *pecking order* theorie zijn deze intern gegenereerde middelen een beter alternatief waardoor er minder nood zal zijn aan een financiering door middel van schulden wanneer de winstgevendheid stijgt.

Een volgende bedrijfsspecifieke determinant is het bedrijfsrisico. Het bedrijfsrisico geeft de variabiliteit van de winsten weer. Dit wordt bepaald door de volatiliteit. Het bedrijfsrisico kan bijvoorbeeld beïnvloed worden door een verandering in competitie of grondstofprijzen. Zoals al eerder besproken zullen grote bedrijven eerder een diversificatie op basis van producten

nastreven. Deze diversificatie kan de volatiliteit van de bedrijfswinst beïnvloeden, zodat de onderneming te maken heeft met een lager bedrijfsrisico.

Zowel het *trade-off* model als de *pecking order* theorie voorspellen een negatieve relatie tussen het bedrijfsrisico en de schuldgraad (Orman & Koksai, 2015).

De *trade-off* theorie wordt sterk beïnvloed door het faillissementsrisico. Wanneer het bedrijfsrisico stijgt zal het ook gereflecteerd worden door een hoger faillissementsrisico. Hierdoor zal de optimale schuldgraad dalen volgens de *trade-off* afweging. Daarbovenop zal een onderneming niet van het belastingschild kunnen profiteren als het bedrijfsrisico er voor zorgt dat de bedrijfsopbrengsten lager zijn dan de te betalen interest (M. Frank & Goyal, 2007).

Vanuit het perspectief van de *pecking order* theorie bekomt men een gelijkaardige redenering. Doordat het bedrijfsrisico stijgt zal het risico op adverse selectie toenemen (Orman & Koksai, 2015). Een onderneming met een hoge bedrijfsrisico, zal dit risico willen verbergen door vooral positieve informatie vrij te geven aan externen. Hierdoor zal de asymmetrische informatie tussen managers en schuldeisers enkel vergroten, waardoor de onderneming zich nog terughoudender zal opstellen naar een externe financiering.

Tenslotte kan er ook een bedrijfsdeterminant geïdentificeerd worden die gerelateerd is aan de te betalen belastingen van een onderneming. Aangezien enkel de *trade-off* theorie rekening houdt met het belastingvoordeel, zal het effect van deze determinant enkel afgewogen worden aan de hand van de *trade-off* theorie.

Modigliani en Miller (1963) waren de eersten om aan te tonen dat ondernemingen er voordeel uit konden halen om met schulden te financieren. Interesten van schulden kunnen in mindering gebracht worden van de verschuldigde belastingen. Ondernemingen kunnen dus profiteren van het belastingschild wanneer er met schulden wordt gefinancierd (Modigliani & Miller, 1963).

Angelo en Masulis (1980) hebben dit nog verder onderzocht en vonden nog andere belastingverminderingen dan schulden. Voorbeelden hiervan zijn waardeverminderingen of een belastingvoordeel op een investering (A. DeAngelo & Masulis, 1980). Dit niet-schuld gerelateerde belastingschild kan, aangezien het hetzelfde effect heeft als een gewone schuldfinanciering, gebruikt worden als een substituut. Hoe hoger een niet-schuld gerelateerde belastingschild is in een onderneming, des te lager de schuldgraad in een onderneming zal zijn volgens het *trade-off* model.

2.3.2 Nationale determinanten

De bedrijfsspecifieke factoren kunnen verklaren waarom de kapitaalstructuur tussen bedrijven in dezelfde industrie kan variëren. Bedrijven in een bepaald land worden beïnvloed door de macro-economische conditie waarin zij opereren. Deze macro-economische conditie kan ook een effect uitoefenen op de kapitaalstructuur van de bedrijven die onder deze condities opereren (de Jong et al., 2008; Ferson & Harvey, 1994). Zowel Ferson & Harvey (1994) als De Jong et al. (2008), hebben getracht een onderscheid te maken tussen de nationale determinanten. Enerzijds zijn er determinanten die een indicatie geven over de economische omgeving, namelijk de inflatie en het BBP. Anderzijds is er een determinant die een indicatie geeft over de structuur van de kapitaalmarkten.

De mate waarin het bruto binnenlands product van een land groeit kan een indicatie geven over de groei opportuniteiten die beschikbaar zijn in de onderneming (Jõeveer, 2013). Hierdoor zal de macro-economische groei dezelfde implicaties op de schuldgraad hebben als de bedrijfsspecifieke groei.

Volgens de *trade-off* theorie zullen bedrijven met hoge groeiopportuniteiten, zoals al eerder aangehaald, minder met schulden gaan financieren. Verhoogde faillissementskosten, het onder-investeringsprobleem en de afkeer van controle op het management zullen doorwegen in de *trade-off* afweging (Stewart C. Myers, 1977).

Wanneer er hoge groeiopportuniteiten aanwezig zijn voor een onderneming in een bepaalde macro-economische context, zal deze onderneming meer financieringsmiddelen moeten aanspreken om de groei te verwezenlijken. Hierdoor zal de vraag naar externe financieringsmiddelen toenemen (Cheng Lim, 2012). De *pecking order* theorie impliceert daarom dat er een positieve relatie bestaat tussen schulden en de groei van het bruto binnenlands product.

Een tweede determinant die een indicatie kan geven over de economische omgeving van een onderneming is de inflatie van een land. Enerzijds creëert een hoge inflatie onzekerheid over de economische situatie. Een onzekere situatie verhoogt de kans dat een onderneming zijn schulden niet meer kan terugbetalen, wat er toe leidt dat ze met een hoger faillissementsrisico te maken hebben (Gungoraydinoglu & Öztekin, 2011). Toch bemerken Frank en Goyal (2009) dat een onderneming juist de intentie heeft om meer schulden aan te houden wanneer ze te maken hebben met een hoge inflatie. Een hoge inflatie zal er zowel voor zorgen dat de reële waarde van de openstaande schuldenaflossingen zal afnemen als dat de reële waarde van het belastingvoordeel van schulden zal toenemen (Frank & Goyal, 2009). De *trade-off* theorie bemerkt hierdoor dat de inflatie een positief effect uitoefent op de schuldgraad van een onderneming. Toch kan er ook een negatieve relatie teruggevonden worden tussen de inflatie en de schuldgraad van een onderneming (Jõeveer, 2013). Bedrijven zouden, volgens de *pecking order* theorie, in tijden van hoge inflaties er voor opteren om gebruik te maken van interne middelen omdat de kost voor het verkrijgen van zowel een korte termijn als lange termijn externe financiering zal toenemen (Alufar Bokpin, 2009).

De kapitaalstructuur hangt ook sterk af van de mate waarin de financiële systemen van een land ontwikkeld zijn. Uitgebouwde financiële systemen in een land zijn noodzakelijk voor een onderneming om externe financieringsmiddelen te verkrijgen. Booth et al. (2001) hebben een onderscheid gemaakt tussen twee situaties, een bank-georiënteerd financieel systeem en een marktgeoriënteerd financieel systeem. In een bank-georiënteerd financieel systeem zijn er geen goed ontwikkelde aandelenmarkten, waardoor ondernemingen die willen groeien zich moeten richten tot de banken om een financiering te verkrijgen (Booth, Aivazian, Demirguc-Kunt, & Maksimovic, 2001). Een marktgeoriënteerd systeem is de omgekeerde situatie, hier zijn de aandelenmarkten goed ontwikkeld in tegenstelling tot de kredietmarkten. In een marktgeoriënteerd systeem zullen groeiende bedrijven eerder kiezen om te financieren met aandelen, aangezien de kredietmarkt niet voldoende ontwikkeld is (Booth et al., 2001). Wanneer aandelenmarkten zich ontwikkelen, zal de kwaliteit van de beschikbare informatie over

grote bedrijven op de externe markt sterk verbeteren. Hierdoor zullen de kosten die voortkomen uit het asymmetrische informatie probleem, sterk verkleinen. Volgens de *pecking order* theorie zullen hierdoor de kosten van een externe financiering, zowel schuldfinanciering als het uitgeven van aandelen, sterk verkleinen. De schuldgraad van een onderneming zal volgens deze theorie toenemen wanneer aandelenmarkten zich beginnen te ontwikkelen. Toch blijkt dat als aandelenmarkten zich nog verder ontwikkelen, schulden worden gesubstitueerd door het uitgeven van aandelen. Hierdoor zal de schuldgraad van een onderneming terug dalen (Demirguc-Kunt, 1996). Wanneer zowel de aandelenmarkt als de kredietmarkt goed ontwikkeld zijn, zullen deze systemen geen invloed meer uitoefenen op de schuldgraad van een onderneming (Rajan & Zingales, 1995).

2.4 Private bedrijven en het conservatisme

Deze masterproef zal zich uitsluitend richten tot private bedrijven, toch is het belangrijk om ook de differentiatie in schuldstructuur tussen private en publieke bedrijven kort te beschrijven. Publieke bedrijven kunnen, in tegenstelling tot private bedrijven, de aandelen vrij verhandelen waardoor het eigendom verspreid is over een grote hoeveelheid aandeelhouders.

Volgens de *trade-off* theorie zullen private bedrijven hogere, verwachte faillissementskosten hebben, omdat publieke bedrijven transparanter moeten omspringen met hun informatie (Schoubben & Hulle, 2004). Bovendien zal er in private bedrijven minder nood zijn aan schulden om de *agency* problemen tegen te gaan. Zowel het *agency* probleem tussen aandeelhouders en managers zal afnemen, aangezien het eigendom van deze bedrijven geconcentreerder is (Schoubben & Hulle, 2004). In een onderneming waar het eigendom geconcentreerd is kunnen de aandeelhouders voldoende controle op het managementteam uitoefenen, waardoor de nood aan een bijkomende controle door schulverleners overbodig is (Brailsford et al., 2002). Alsook het *agency* probleem van schulden zal dalen, meer specifiek het onder-investeringsprobleem van Myers (1977). Doordat private bedrijven het moeilijker zullen hebben om een externe financiering te verkrijgen, het kan ook duurder zijn, zullen ze er voor opteren om lagere groeistrategieën na te streven waar minder cashflows voor nodig zijn. Aangezien het risico op het onder-investeringsprobleem vergroot wanneer er hogere schuldgraden worden aangehouden, kan beoordeeld worden dat een privaat bedrijf minder gevoelig zal zijn voor het onder-investeringsprobleem in vergelijking met een publiek bedrijf. Wanneer de *trade-off* afweging gemaakt wordt, zullen private bedrijven door de hogere faillissementskosten en de lagere *agency* kosten er voor kiezen om minder schulden aan te houden in vergelijking met publieke bedrijven. De *pecking order* theorie zal tot een gelijkaardige conclusie komen. Deze theorie baseert zich op een hiërarchie van financieringsmiddelen die ontstaat door de kost van asymmetrische informatie tussen de verleners van externe financieringsmiddelen en de managers. Ondanks het feit dat de *pecking order* theorie altijd interne middelen als financieringsmethode prefereert, zal de asymmetrische informatie waarop deze theorie zich baseert lager zijn voor publieke bedrijven. Doordat er meer en betere informatie over publieke bedrijven beschikbaar is dan hun niet-beursgenoteerde tegenhanger, zullen ze het gemakkelijker vinden om aan een externe financiering te geraken (Pagano, Panetta, & Zingales, 1999). Daarnaast bezitten publieke bedrijven een hogere onderhandelingsmacht ten aanzien van financiële instellingen (Pagano et al., 1999). Deze

onderhandelingsmacht ontstaat doordat publieke bedrijven een grote toegankelijkheid hebben tot alle externe financiële markten en dat er meer en betere informatie over hen beschikbaar is (Pagano et al., 1999). Naast het feit dat publieke bedrijven gemakkelijker aan een externe financiering geraken, zullen ze dat vaak ook aan betere voorwaarden kunnen doen die ontstaan uit de onderhandelingsmacht. Alzo zal de stap om over te schakelen van een interne financiering naar een schuldfinanciering voor publieke bedrijven lager zijn, volgens de *pecking order* theorie.

Zowel de *pecking-order* theorie als de *trade-off* theorie beargumenteren dat private bedrijven over het algemeen minder schulden zullen aanhouden. Bijkomend werd ook heel wat onderzoek verricht naar de redenen waarom sommige private bedrijven gedurende een langere tijd een zeer lage schuldgraad zullen aanhouden of zich conservatief ten aanzien van schulden zullen opstellen. Een onderneming wordt gezien als financieel conservatief wanneer het bedrijf een beleid nastreeft waar het een lage schuldgraad aanhoudt of veel liquide middelen beschikbaar heeft (Bigelli, Martín-Ugedo, & Sánchez-Vidal, 2014).

Er kunnen verschillende redenen gevonden worden waarom een privaat bedrijf er voor opteert om een conservatief financieel beleid er op na te streven. Een reden kan zijn dat het privaat bedrijf moeilijkheden ondervindt in het verkrijgen van een schuldfinanciering. De mate waarin een bedrijf deze moeilijkheden kan ondervinden wordt bepaald door een aantal bedrijfsspecifieke determinanten die de onderhandelingspositie van een bedrijf mee bepalen, meer bepaald de grootte, de winstgevendheid en de hoeveelheid aan materieel vast actief. Een groot bedrijf zal gemakkelijker een schuldfinanciering bekomen in vergelijking met een klein bedrijf. Het risico dat deze bedrijven, onder andere door de diversificatie, de schulden niet kunnen terugbetalen ligt lager dan bij kleinere bedrijven. Daarbovenop zijn grotere bedrijven gevoeliger voor een reputatieschade wanneer ze er een slechte debiteurenbeleid op nastreven (Strahan, 1999). Gelijkaardig aan de grootte, bevindt ook een winstgevend bedrijf zich in een betere positie om aan de schuldverplichtingen te voldoen (Strahan, 1999). Een hoge winstgevendheid wil namelijk zeggen dat de onderneming genoeg inkomsten kan genereren die gebruikt kunnen worden om schulden terug te betalen. Naast de grootte en de winstgevendheid zal ook de proportie aan materieel vast actief een rol spelen in de onderhandelingspositie van een onderneming ten aanzien van schuldverleners. Materieel vaste activa kan goed gewaardeerd worden door externen en kan gebruikt worden als onderpand bij het afsluiten van een schuldverlening (Strahan, 1999). De materieel vaste activa kan door de schuldverlener worden opgeëist wanneer de onderneming zijn schulden niet meer kan aflossen. Hierdoor verkleint het risico dat de kredietinstelling loopt en zal ze gemakkelijker een schuldtoekenning goedkeuren.

Een klein, verlieslatend of een bedrijf dat vooral bestaat uit immaterieel vaste activa bezit deze onderhandelingspositie niet ten aanzien van de schuldverleners, waardoor ze het moeilijker hebben in het verkrijgen van financiële schulden. Wanneer kleine bedrijven of een bedrijven met een hoge proportie aan immaterieel vaste activa dan toch een schuldfinanciering verkrijgen, is dat vaak aan strengere interestvoorwaarden en of convenanten (Ferri & Jones, 1979; Strahan, 1999). Deze bedrijven zullen het moeilijker hebben om een schuldfinanciering af te sluiten, waardoor de kans vergroot dat zij zich terughoudender ten aanzien van schulden zullen opstellen (Bigelli et al., 2014).

Een volgend aspect dat bedrijven kan beïnvloeden om een conservatief schuldbeleid te voeren is

het effectieve belastingtarief. Dit tarief is het gemiddelde belastingtarief waartegen de winst voor belasting wordt belast. Het effectieve belastingtarief houdt rekening met gerapporteerde cijfers uit de resultatenrekening. Dit wordt gezien als een betere indicatie voor de belastingdruk dan de fiscale berekening, aangezien het effectieve belastingtarief rekening houdt met kosten die niet meegenomen worden in de fiscale berekening (Janssen, 2005). Volgens de *trade-off* theorie zal een bedrijf met schulden gaan financieren om zo optimaal mogelijk gebruik te maken van het belastingvoordeel van schulden. Dit voordeel ontstaat doordat de belastingwetgeving in het merendeel van de landen het mogelijk maakt om de interestbetalingen van schulden af te trekken van de verschuldigde belastingen. Wanneer een onderneming onderhevig is aan een hoge effectieve belastingtarief zullen ze een drang voelen om meer gebruik te maken van het belastingvoordeel van schulden, dan een bedrijf onderhevig aan een lager tarief (Bigelli et al., 2014). Zij willen dit hogere belastingtarief compenseren door meer interesten in aftrek te brengen. Volgens de *trade-off* theorie zal een onderneming eerder een conservatief financieel beleid nastreven wanneer ze onderhevig is aan een lager effectief belastingtarief.

De *pecking order* theorie op zijn beurt zal het conservatisme toewijzen aan de beschikbaarheid van interne middelen. Wanneer private bedrijven hoge kasstromen en lage huidige investeringen hebben, zullen ze vrijwillig er voor kiezen om met interne middelen te financieren aangezien dat gepaard gaat met lagere kosten (Bigelli et al., 2014). Ook de mate dat een bedrijf dividenden uitkeert kan een indicatie zijn dat er veel kasstromen in de onderneming aanwezig zijn, waardoor de nood aan schulden volgens de *pecking order* theorie verkleint (Bigelli et al., 2014).

Naast het baseren van de financieringskeuze op basis van de beschikbare financieringsmiddelen, het effectieve belastingtarief en de moeilijkheden dat een bedrijf ondervindt in het verkrijgen van een schuldfinanciering, vinden Strebulaev & Yang (2013) dat de financieringskeuze ook afhangt van de preferentie van de managers ongeacht de beschikbare financieringsmiddelen. Onder sommige omstandigheden zullen managers zich terughoudender opstellen ten aanzien van schulden. De belangrijkste reden waarom managers er voor kiezen om zonder financiële schulden te opereren hangt af van het soort eigendom dat er bestaat. De eigendomsstructuur houdt rekening met de vraagzijde naar een schuldfinanciering. Bedrijven waar de managers zelf heel wat aandelen bezitten of veel vertrouwen krijgen van de raad van bestuur, zullen minder geneigd zijn om met schulden te financieren. Dit stelt hun in staat om hun vrijheid te behouden in het bepalen van de strategie van de onderneming (Strebulaev & Yang, 2013). Ook familiebedrijven zullen zich conservatiever opstellen ten aanzien van schulden. Het merendeel van de familiebedrijven wordt bestuurd door managers die zelf aandelen van het familiebedrijf bezitten. Daarnaast zijn familiebedrijven zeer gesteld op het lange termijn voortbestaan van de onderneming, zodat het welzijn van de toekomstige generaties gegarandeerd kan worden. Hierdoor zullen ze zich terughoudender opstellen tegenover een schuldfinanciering, aangezien dit gepaard gaat met bijkomende risico's (Strebulaev & Yang, 2013). De kans dat familiebedrijven zonder financiële schulden zullen financieren ligt daarom hoger dan niet-familiebedrijven bedrijven.

2.5 Soorten schulden

2.5.1 Operationele en financiële schulden

Vooraleer de financieringsbeslissing van een onderneming geanalyseerd kan worden, is het belangrijk om af te vragen uit welke noodzaak de schulden zijn ontstaan. Zo zijn er schulden die ontstaan door middel van transacties en niet zozeer te maken hebben met de financieringsbeslissing. Dit zijn operationele schulden die aangegaan zijn om de bedrijfsactiviteiten te kunnen uitvoeren. Naar verwachting zullen deze schulden binnen de 12 maanden of de operationele cyclus kunnen worden terugbetaald. De meest voorname operationele schulden zijn openstaande betalingen aan leveranciers en andere stakeholders. Een andere mogelijkheid is een korte termijn banklening voor het financieren van de operationele activiteiten, vaak in de vorm van een kredietlijn.

Financiële schulden daarentegen kunnen gedefinieerd worden als alle schulden die niet noodzakelijk om de bedrijfsactiviteiten van een onderneming uit te voeren. Deze schulden hebben meestal een langere looptijd en kunnen om verschillende redenen worden aangegaan, vaak om nieuwe investeringsprojecten te financieren. Het model van Diamond (1991) kan verklaring bieden waarom financiële schulden een eerder langere looptijd aannemen. De looptijd van de korte termijn schulden is vaak korter dan de tijd die nodig is vooraleer het investeringsproject inkomsten zal genereren. Hierdoor worden financiële schulden meestal afgesloten op lange termijn aangezien men zo kan zorgen dat de looptijd van de lening gelijk valt met de inkomsten die gegenereerd worden uit het investeringsproject. Wanneer een onderneming er toch voor zou opteren om hun investeringsproject te financieren op basis van korte termijn schulden zullen ze de schulden moeten herfinancieren. Het herfinancieren van schulden gaat gepaard met het liquiditeitsrisico van korte termijn schulden. Dit risico houdt in dat als de korte termijn schuld afloopt, de onderneming de controle kan verliezen als de kredietverlener de korte termijn schuld niet meer wilt herfinancieren (Diamond, 1991). Het liquiditeitsrisico wordt sterk beïnvloed door de publieke informatie die over de het bedrijf aanwezig is. Slechte publieke informatie zal het liquiditeitsrisico van de korte termijn schulden sterk verhogen (Diamond, 1991).

2.5.2 Korte termijn en lange termijn schulden

In de traditionele boekhouding wordt er een onderscheid gemaakt tussen lange termijn en korte termijn schulden. Korte termijn schulden zijn schulden op ten hoogste één jaar en lange termijn schulden zijn schulden met een looptijd langer dan één jaar.

Op basis van de meeste financiële onderzoeken wordt er gesuggereerd dat de kapitaalstructuurbeslissing vooral betrekking heeft op de lange termijn schulden. Schulden op lange termijn omvatten vooral financiële schulden en niet zozeer operationele schulden die eerder een kortere looptijd hebben. Toch zijn er determinanten van de kapitaalstructuur die zowel een impact zullen uitoefenen op de korte als de lange termijn schuldgraad.

Sommige bedrijven zullen het nu eenmaal moeilijker hebben om een schuldfinanciering op langere termijn af te sluiten, dit wordt bepaald door de onderhandelingspositie van het bedrijf. Doordat een lening op lange termijn vaak over grotere bedragen gaat en er meerdere jaren nodig zijn om de lening volledig af te betalen, loopt de schuldverlener een hoger risico dat de schulden niet

worden terugbetaald (Strahan, 1999). Ook de *pecking order* theorie zegt dat de kost gegenereerd door de asymmetrische informatie tussen managers en schuldelners hoger is bij lange termijn schulden.

Banken zullen de toegekende leningen zo opstellen om het risicoprofiel van de ontlener te compenseren. Grote bedrijven, winstgevende bedrijven en bedrijven met een grote proportie aan materieel vast actief hebben een sterkere onderhandelingspositie ten aanzien van schuldelners (Strahan, 1999). Deze bedrijven bevinden zich in een betere positie om de schulden terug te betalen, waardoor zij gemakkelijker een schuldfinanciering op lange termijn zullen verkrijgen (Strahan, 1999). Tegelijk zullen kleinere bedrijven, verlieslatende bedrijven en bedrijven met een grote proportie aan immaterieel vast actief het moeilijker hebben om een lening op lange termijn af te sluiten of zullen dit pas kunnen doen tegen hogere interestvoorwaarden en convenanten. De schuldelners willen op deze manier het verhoogd risico compenseren bij lange termijn schulden. Doordat de schuldelners terughoudender zullen zijn om aan deze bedrijven een lange termijn lening af te sluiten, moeten die bedrijven zich eerder op korte termijnschulden beroepen om projecten te financieren. Deze korte termijnschulden zijn namelijk minder risicovol voor de kredietverlener door de kortere looptijd.

3. Empirische studie

3.1 Onderzoekshypothesen

De eerder besproken literatuurstudie geeft een overzicht over de invloed van de verschillende determinanten op de schuldgraad van een onderneming volgens de twee prominente kapitaalstructuurtheorieën. In de empirische studie wordt de invloed van de verschillende determinanten op de schuldgraad van private bedrijven in de praktijk getest. Hierdoor wordt er getracht om een beeld te scheppen voor ieder determinant. Welke theorie, en welke aspecten waarmee die theorie rekening houdt, oefent de grootste invloed uit op de kapitaalstructuur van een private onderneming in België. Tijdens het formuleren van de hypothesen die worden getest, worden de belangrijkste verbanden tussen de determinanten en de theorieën nog eens kort aangehaald. Op het einde van dit hoofdstuk is er een samenvattende tabel over de hypothesen op basis van de twee theorieën (zie tabel 1).

3.1.1 Hypothesen over de bedrijfsspecifieke determinanten van private ondernemingen in België

De grootte van de onderneming zal volgens de beide theorieën een tegengesteld effect uitoefenen op de schuldgraad. De vergrote kans op een diversificatie zal volgens de *trade-off* theorie een positief effect uitoefenen op de schuldgraad, aangezien de faillissementskosten dalen (Yee Low & H. Chen, 2004). Terwijl de *pecking order* theorie een negatieve relatie voorspelt, omdat grote bedrijven meer interne middelen ter beschikking hebben en over het algemeen lagere transactiekosten bezitten (de Jong et al., 2008; Titman & Wessels, 1988).

Hypothese 1a: De grootte oefent een positieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Hypothese 1b: De grootte oefent een negatieve invloed uit op de schuld van een private onderneming in België.

Volgens de *trade-off* theorie zal een hoge liquiditeit er voor zorgen dat de kans op een faillissement daalt, waardoor het voordeliger wordt om met schulden te financieren (de Jong et al., 2008). De *pecking order* theorie beargumenteert dat een hoge liquiditeit een indicatie is voor veel intern gegenereerde middelen, waardoor de nood aan een schuldfinanciering verkleint (de Jong et al., 2008).

Hypothese 2a: De liquiditeit oefent een positieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Hypothese 2b: De liquiditeit oefent een negatieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Bedrijven met hoge groeiopportunities zullen volgens de *trade-off* theorie minder schulden aanhouden dan bedrijven met een gemiddelde groeiratio. Hogere faillissementskosten, hogere *agency* kosten van schulden en een hogere afkeer naar externe inmenging in de bedrijfsvoering zullen de schuldgraad beïnvloeden (Frank & Goyal, 2009). Dit terwijl de nood aan financieringsmiddelen toeneemt bij groeiende bedrijven, waardoor deze ondernemingen zich vaak moeten beroepen op externe financieringsmiddelen. De *pecking order* beargumenteert daarom een

positieve relatie.

Hypothese 3a: De groeiopportunities oefenen een positieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Hypothese 3b: De groeiopportunities oefenen een negatieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Een grote hoeveelheid aan materieel vaste activa heeft volgens de *trade-off* theorie een positieve invloed op de schuldgraad, aangezien de faillissementskosten zullen dalen (Psillaki, 2008). Daarnaast kan een grote hoeveelheid aan materieel vaste activa er op wijzen dat er een voldoende grote stroom aan interne middelen gegenereerd kan worden (Psillaki, 2008). Volgens de *pecking order* theorie zal de schuldgraad afnemen.

Hypothese 4a: De hoeveelheid aan materieel vaste activa oefent een positieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Hypothese 4b: De hoeveelheid aan materieel vast activa oefent een negatieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Winstgevende bedrijven hebben een lager faillissementsrisico en bezitten een verhoogd risico op *agency problems* tussen aandeelhouders en managers. De *trade-off* theorie voorspelt hierdoor dat winstgevende bedrijven meer schulden zullen aanhouden (Fama & French, 2002). Terwijl de *pecking order* theorie zich baseert op de grotere beschikbaarheid aan interne middelen waardoor de nood aan schulden zal afnemen (Fama & French, 2002).

Hypothese 5a: De winstgevendheid oefent een positieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Hypothese 5b: De winstgevendheid oefent een negatieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Zowel de *pecking order* als de *trade-off* theorie voorspellen een negatieve relatie tussen het bedrijfsrisico en de schuldgraad. Het bedrijfsrisico zal zowel de kans op een faillissement vergroten als de asymmetrische informatie tussen kredietverlener en manager (M. Frank & Goyal, 2007; Orman & Koksal, 2015).

Hypothese 6: Het bedrijfsrisico oefent een negatieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Het niet-schuld gerelateerde belastingschild wordt over het algemeen gezien als een substituuat voor een gewone schuldfinanciering. De *trade-off* theorie voorspelt daarom dat een onderneming die meer gebruik maakt van dit niet-schuld gerelateerde belastingschild, minder nood heeft aan het belastingvoordeel dat gegenereerd wordt door schulden (A. DeAngelo & Masulis, 1980).

Hypothese 7: Het niet-schuld gerelateerde belastingschild oefent een negatieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

3.1.2 Hypothesen over de nationale determinanten van private bedrijven in België

Aangezien deze masterproef zich zal beperken tot private bedrijven in België, zullen alle bedrijven in de steekproef onder dezelfde economische omstandigheden opereren. Door deze afbakening zal het effect van de nationale determinanten op de schuldgraad niet getest kunnen worden.

3.1.3 Hypothesen over het conservatisme in private bedrijven

Volgens Bigelli et al. (2014), is één van de belangrijkste redenen om met minder schulden te financieren de beschikbaarheid aan kasstromen. De beschikbaarheid aan kasstromen zal een impuls zijn voor de onderneming om zich conservatief ten aanzien van schulden op te stellen. Dit ligt in lijn met de *pecking order* theorie aangezien deze kasstromen geclassificeerd kunnen worden als interne middelen, waardoor de nood aan externe financiering verkleint.

Hypothese 8: De hoeveelheid aan beschikbare cashflows oefent een negatieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

De belangrijkste reden volgens Strebulaev en Yang (2013) waarom bedrijven zich terughoudend zullen opstellen ten aanzien van een schuldfinanciering, ongeacht de financiële situatie, hangt af van de eigendomsstructuur. De eigendomsstructuur beïnvloedt de vraagzijde naar een schuldfinanciering. Bedrijven waar de zaakvoerder(s) zelf aandelen van de onderneming bezitten, zijn conservatiever ten aanzien van een schuldfinanciering (Strebulaev & Yang, 2013). Deze managers willen hun vrijheid in de bedrijfsvoering en het bepalen van de strategie van de onderneming behouden. Deze vrijheid zal verkleinen wanneer de managers gecontroleerd worden door een externe kredietverlener.

Hypothese 9: De hoeveelheid aan eigendom die in handen is van de zaakvoerder(s) oefent een negatieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Een volgende redenering om een lage tot zeer lage schuldgraad aan te houden kan teruggevonden worden in de *trade-off* theorie. Een onderneming die onderhevig is aan een lage effectieve belastingtarief zal minder van schulden gebruik maken dan een onderneming onderhevig aan een hoge effectieve belastingtarief. Bedrijven met een hoger effectief belastingtarief moeten meer belastingen betalen. Hierdoor moeten zij volgens de *trade-off* theorie met meer schulden gaan financieren om zo de interestbetalingen van de verschuldigde belastingen te kunnen aftrekken (Bigelli et al., 2014).

Hypothese 10: De hoogte van het effectieve belastingtarief oefent een positieve invloed uit op de schuldgraad van een private onderneming in België.

Tabel 1:

Determinanten	Trade-off theorie	Pecking order theorie
Grootte	+	-
Liquiditeit	+	-
Groeiratio	-	+
Materieel vaste activa	+	-
Winstgevendheid	+	-
Bedrijfsrisico	-	-
Niet-schuld gerelateerde belastingschild	-	n.v.t.
Beschikbare <i>cashflows</i>	n.v.t.	-
Zaakvoerder als eigenaar	n.v.t.	n.v.t.
Effectieve belastingtarief	+	n.v.t.

+: Positieve impact
 - : Negatieve impact
 n.t.v.: Niet van toepassing

Tabel 1: Hypotheses over de invloed van de verschillende determinanten op de schuldgraad volgens de twee eerder besproken theorieën.

3.2 Data

3.2.1 Steekproef

De data van de steekproef werden verzameld uit de Bel-First database van bureau van Dijk. Alle data die in de steekproef werden gebruikt zijn uit deze database gehaald. Tabel 2 geeft een overzicht over het ontstaan van de uiteindelijke steekproef.

Allereerst, dit onderzoek zal enkel rekening houden met ondernemingen die tot op heden nog altijd actief zijn.

Een tweede criterium, en in lijn met de onderzoeksvraag, is dat enkel niet-beursgenoteerde bedrijven in de steekproef worden opgenomen.

Als derde voorwaarde geldt dat enkel bedrijven worden toegelaten die volgens het compleet schematype rapporteren. Dit zal de kans drastisch verkleinen dat er ontbrekende waarden gerapporteerd worden.

Het vierde criterium stelt dat de bedrijven in de steekproef gedurende de periode 2011-2017 jaarrekeningen hebben gepubliceerd, aangezien sommige variabelen rekening houden met data over verschillende jaren heen. Het onderzoek zal zich vooral baseren op boekjaar 2017. Dit is de meest recente data aanwezig, omdat het merendeel van de ondernemingen de jaarrekening van het boekjaar 2018 op het moment van de dataverzameling nog niet heeft gepubliceerd.

Het vijfde criterium zal bepaalde sectoren uit het onderzoek uitsluiten. Vergelijkbaar met het

onderzoek van Strebulaev et al. (2013), zullen bepaalde soorten ondernemingen uit het onderzoek worden geweerd. Hieronder behoren financiële- en verzekeringsbedrijven, omdat de kapitaalstructuur van deze bedrijven onderhevig is aan andere factoren waardoor ze niet mee in het onderzoek kunnen worden opgenomen. Ook overheidsbedrijven en bedrijven die de nutsvoorziening regelen worden uit het onderzoek geweerd wegens hun specifieke karakter. Bedrijven met de volgende Nace-BEL 2008 codes zullen dus uit de steekproef worden gelaten:

- 35: Productie en distributie van elektriciteit, gas, stoom en gekoelde lucht
- 36: Wining, behandeling en distributie van water
- 37: Afvalwaterafvoer
- 38: Inzameling, verwerking en verwijdering van afval; terugwinning
- 39: Sanering en ander afvalbeheer
- 42: Weg- en waterbouw
- 64: Financiële dienstverlening, exclusief verzekeringen en pensioenfondsen
- 65: Verzekeringen, herverzekeringen en pensioenfondsen, exclusief sociale verzekeringen
- 66: Ondersteunende activiteiten voor verzekeringen en pensioenfondsen
- 84: Openbaar bestuur en defensie; verplichte sociale verzekeringen
- 85: Onderwijs
- 86: Menselijke gezondheidszorg
- 87: Maatschappelijke dienstverlening met huisvesting
- 88: Maatschappelijke dienstverlening zonder huisvesting
- 91: Bibliotheken, archieven, musea en andere culturele activiteiten

Het zesde criterium heeft als doelstelling om de juistheid van de gerapporteerde gegevens te garanderen. Hierdoor zal het onderzoek enkel rekening houden met bedrijven die gecontroleerd werden door ten minste één externe bedrijfsrevisor. De externe bedrijfsrevisor is een onpartijdige deskundige die de gerapporteerde gegevens van de onderneming zal controleren. Dit zal een grote zekerheid bieden dat de gegevens die gerapporteerd werden ook overeen komen met de werkelijkheid.

Het zevende criterium dat werd opgelegd zal een beperking instellen omtrent het aantal werknemers. De steekproef houdt enkel rekening met ondernemingen die ten minste 5 werknemers bezitten. Hierdoor kunnen de eenmanszaken uit het onderzoek worden gefilterd, omdat deze gekenmerkt worden door hun eigen specifieke structuren.

Voor het achtste criterium moeten alle bedrijven die in de steekproef zitten, voor alle gegevens die nodig zijn om de verschillende variabelen te berekenen een beschikbare waarde rapporteren.

Het negende en laatste criterium ligt in lijn met de onderzoeksvraag. Aangezien dit onderzoek zich enkel vestigt op ondernemingen die gevestigd zijn in België, worden enkel ondernemingen toegelaten die zich in het Vlaams, Waals of Brussels hoofdstedelijk gewest bevinden

Het toepassen van deze criteria op de database van Bel-First, levert een steekproef op van 8 263 bedrijven.

Tabel 2:

Criteria	Resterende bedrijven in de steekproef
Actieve ondernemingen	564 907
Private ondernemingen	564 708
Volledig schematype	19 793
Jaartallen met jaarrekening 2011-2017	15 914
Ottrekken van financiële-, overheids- en nutsbedrijven	14 900
Minstens 1 bedrijfsrevisor	12 835
Minstens 5 werknemers	9 149
Verwijdering van niet beschikbare waarden	8 270
Belgische bedrijven	8 263

Tabel 2: Overzicht tot het ontstaan van de steekproef door middel van het toepassen van de verschillende criteria

Tabel 3 toont het aantal bedrijven van de steekproef volgens de verschillende sectoren. De sector werd toegewezen op basis van de eerste cijfer van hun Nace-bel 2008 code.

Tabel 3:

Aantal bedrijven per sector	Aantal bedrijven in de steekproef	Percentage van steekproef
0	78	0,94%
1	611	8,00%
2	1058	12,80%
3	262	3,17%
4	3804	46,04%
5	547	6,62%
6	728	8,81%
7	714	8,64%
8	325	3,93%
9	134	1,62%
Totaal	8263	100%

Tabel 3: Verdeling bedrijven per sector

3.2.2 Afhankelijke variabele

De afhankelijke variabele in dit onderzoek is de schuldgraad van een onderneming. Bevan en Danbolt (2002) beargumenteren dat het noodzakelijk is om naast de totale schuldgraad, ook de korte termijn en lange termijn schuldgraad te meten. Er kunnen namelijk aanzienlijke verschillen optreden tussen de korte en de lange termijn schuldgraad, wanneer de determinanten van de kapitaalstructuur worden geanalyseerd (A. Bevan & Danbolt, 2002). Volgend op hun studie, wordt er in dit onderzoek ook de opdeling gemaakt tussen de korte termijn, lange termijn en de totale schuldgraad. Daarnaast houdt dit onderzoek ook rekening met de financiële schuldgraad. De financiële schuldgraad zal enkel rekening houden met financiële schulden, de operationele schulden worden bijgevolg uit de berekening gefilterd.

3.2.2.1 Korte termijn schuldgraad

Op basis van de literatuur kan de korte termijn schuldgraad eerder gezien worden als een indicatie voor operationele schulden, aangezien deze schulden eerder een korte looptijd hebben. De korte termijn schuldgraad wordt hier gedefinieerd als schulden op ten hoogste één jaar over de totale activa.

$$\text{Korte termijn schuldgraad} = \frac{\text{Korte termijn schulden}}{\text{Totale activa}}$$

3.2.2.2 Lange termijn schuldgraad

De lange termijn schuldgraad wordt eerder gezien als een indicatie voor de financiële schulden, hierin zitten de financiële schulden als de overige lange termijn schulden. De lange termijn schuldgraad wordt hier gedefinieerd als schulden op meer dan één jaar over de totale activa.

$$\text{Lange termijn schuldgraad} = \frac{\text{Lange termijn schulden}}{\text{Totale activa}}$$

3.2.2.3 Totale schuldgraad

De totale schuldgraad wordt gedefinieerd als de totale schulden (som van korte als lange termijn schulden) over de totale activa

$$\text{Totale schuldgraad} = \frac{\text{Totale schulden}}{\text{Totale activa}}$$

3.2.2.4 Financiële schuldgraad

Aangezien de lange termijn schuldgraad niet exclusief uit financiële schulden bestaat, zal de financiële schuldgraad als hier een betere indicatie over geven. De financiële schulden kunnen teruggevonden worden in balansposten 170 tot en met 174. Deze bestaan uit: achtergestelde leningen (170), niet-achtergestelde leningen (171), leasingschulden en soortgelijke schulden (172), kredietinstellingen (173) en overige leningen (174). de financiële schuldgraad wordt hier gedefinieerd als de financiële schulden over de totale activa.

$$\text{Financiële schuldgraad} = \frac{\text{Financiële schulden}}{\text{Totale activa}}$$

3.2.3 Onafhankelijke variabele

3.2.3.1 Bedrijfsspecifieke determinanten

3.2.3.1.1 Grootte

Gelijkaardig aan het onderzoek van Titman en Wessels (1988) en Rajan en Zingales (1995) wordt de grootte van een onderneming berekend door het natuurlijk logaritme te nemen van de totale activa.

$$\text{Grootte} = \text{Ln}(\text{totale activa})$$

3.2.3.1.2 Winstgevendheid

Om de winstgevendheid van een onderneming te bepalen wordt de methode van Schoubben en Hulle (2004) gevolgd. Zij maken hier gebruik van de *return on assets*, die berekend wordt door de opbrengsten voor interesten en belastingen (EBIT) te delen door de totale activa.

$$\text{Winstgevendheid} = \text{ROA}$$

3.2.3.1.3 Hoeveelheid aan materieel vaste activa

De hoeveelheid aan materieel vaste activa die aanwezig is binnen een onderneming, kan bepaald worden door de proportie te nemen van de materieel vaste activa over de totale activa.

$$\text{Hoeveelheid aan materieel vaste activa} = \frac{\text{Materieel vaste activa}}{\text{Totale activa}}$$

3.2.3.1.4 Groei

Om een inzicht te verwerven in de mate dat een bedrijf groeit, wordt er gebruik gemaakt van de percentuele verandering in de verkopen van het laatste boekjaar ten opzicht van de verkopen van het vorige boekjaar. Deze methode komt overeen met het onderzoek van Schoubben en Hulle (2004) en Frank en Goyal (2009).

$$\text{Groeiratio} = \frac{\text{omzet in 2017} - \text{omzet in 2016}}{\text{omzet in 2016}}$$

3.2.3.1.5 Bedrijfsrisico

De berekening van het bedrijfsrisico volgt ook op het onderzoek van Schoubben en Hulle (2004), waar het risico wordt berekend door de standaardafwijking te nemen van de *return on assets* van de laatste drie jaren.

$$\text{Bedrijfsrisico} = \text{standaardafwijking (ROA in 2015, ROA in 2016, ROA in 2017)}$$

3.2.3.1.6 Liquiditeit

De *current ratio* kan een indicatie geven over de liquiditeit van een onderneming. Deze ratio wordt bepaald door de hoeveelheid aan vlottende activa ten opzichte van de hoeveelheid aan vlottende passiva. Dit geeft een indicatie of de onderneming aan haar kortlopende schulden kan voldoen. Het koppelen van de liquiditeit aan de *current ratio* ligt in lijn met het onderzoek van De Jong et al (2008).

$$\text{Liquiditeit} = \text{Current ratio}$$

3.2.3.1.7 Niet-schuld gerelateerde belastingschild

De mate waarin een onderneming gebruik maakt van het niet-schuld gerelateerde belastingschild, kan geschat worden door de ratio van de waardeverminderingen en de afschrijvingen over de

totale activa te nemen (Wald, 1999).

$$\text{Niet – schuld gerelateerde belastingenschild} = \frac{\text{Waardeverminderingen en afschrijvingen}}{\text{Totale activa}}$$

3.2.3.2 Determinanten die het conservatisme in private bedrijven beïnvloeden

3.2.3.2.1 Beschikbare aan kasstromen

Gelijkaardig aan het onderzoek van Bigelli et al. (2014) wordt de beschikbaarheid van de kasstromen gemeten door de ratio te nemen van de *cashflows* (jaarlijkse inkomsten na het betalen van interesten, dividenden en belastingen, maar voor het in rekening brengen van afschrijvingen) over de totale activa.¹

$$\text{Beschikbare kasstromen} = \frac{\text{Cashflows}}{\text{Totale activa}}$$

3.2.3.2.2 Zaakvoerder als eigenaar

De mate waarin de zaakvoerders zelf aandelen bezitten van de onderneming wordt weergegeven door het percentage van aandelen dat in handen is van de managers.

$$\text{Zaakvoerders als eigenaar} = \text{Percentage van de aandelen in handen van de managers.}$$

3.2.3.2.3 Effectieve belastingtarief

Het effectieve belastingtarief kan bepaald worden door de proportie te nemen van de “belastingen op het resultaat” over het “resultaat voor belastingen”. (Buijink, 1999; Gupta & Newberry, 1997).

$$\text{Effectieve Belastingtarief} = \frac{\text{Belastingen op het resultaat}}{\text{Resultaat van het boekjaar voor belastingen}}$$

3.3 Beschrijvende statistiek

Tabel 4 geeft een overzicht van de beschrijvende statistiek voor de verschillende variabelen in de steekproef.

Sommige variabelen geven aan dat er zich grote uitschieters in de steekproef bevinden. Er worden uitschieters verwacht bij de variabelen waar het gemiddelde ver van de minimum- en maximumwaarde verwijderd liggen, rekening houdend met de spreiding die bepaald wordt door de standaardafwijking. Daarnaast worden ook de boxplots van de verschillende variabelen

¹ Hoewel Bigelli et al. (2014) de beschikbaarheid aan kasstromen berekent door gebruik te maken van de kasstromen na betaling van de interesten, lijkt het mij beter om rekening te houden met kasstromen voor de betaling van interesten. Kasstromen voor het betalen van interesten worden namelijk niet beïnvloed door de aanwezige schulden, waardoor het een betere indicatie kan geven over de kapitaalstructuurbeslissing. Toch zal het aanpassen van deze variabele de gerapporteerde resultaten niet significant beïnvloeden.

geanalyseerd op de aanwezigheid van uitschieters.

Op basis van deze analyse worden er uitschieters verwacht bij de vier afhankelijke variabelen, namelijk de korte termijn, lange termijn, totale en financiële schuldgraad. Alle schuldgraden hebben namelijk een maximum die zeer ver van het gemiddelde gelegen ligt. Verder blijkt dat er ook sterke uitschieters aanwezig zijn bij de winstgevendheid, de groeiratio, het bedrijfsrisico, de liquiditeit, het niet-schuld gerelateerde belastingschild en de beschikbare kasstromen.

Uitschieters kunnen een grote invloed uitoefenen op het resultaat wanneer zij ongewijzigd in de steekproef gelaten worden. De eerder genoemde variabelen hebben door de grote verwijdering van hun minimum of maximum tot het gemiddelde een hoog risico dat de uitschieters de resultaten zullen beïnvloeden. Er bestaan verschillende methoden om het effect van de uitschieters in te perken. In dit onderzoek zal de methode van het *winsorizen* worden gebruikt. Deze methode zal de uitschieters gelijkstellen aan een bepaalde onder- of bovengrens. Voor de variabelen waar deze methode op wordt toegepast, zullen de waarden die onder het 1% percentiel en boven het 99% percentiel liggen, vervangen worden door de waarden van die percentielen. De gelijkaardige methodologie wordt ook toegepast voor het 5% percentiel en het 95% percentiel.

Specifiek voor de variabele omtrent het effectieve belastingtarief wordt er in dit onderzoek er voor geopteerd om alle belastingtarieven die een negatieve waarde of een waarde groter dan 1 rapporteren te verwijderen. Hierdoor kunnen eventuele problemen in de latere analyse worden vermeden en de methode ligt in lijn met eerder onderzoek van Gupta en Newberry (1997).

Tabel 4:

	N	Minimum	Maximum	Gem.	Mediaan	Std. Afwijking
Korte termijn schuldgraad	8263	.00	18.62	.5091	.4800	.44607
Lange termijn schuldgraad	8263	.00	10.93	.1217	.0366	.23313
Totale schuldgraad	8263	.00	18.62	.6136	.6162	.47615
Financiële schuldgraad	8263	.00	10.69	.0925	.0022	.20504
Grootte	8263	3.86	17.81	9.6118	9.4138	1.50251
Winstgevendheid	8263	-5.54	1.58	.0584	.0441	.15160
Hoeveelheid aan materiële vaste activa	8263	.00	.99	.1786	.0989	.20658
Groeiratio	8263	-1.00	3579.74	.8207	.0366	46.55606
Bedrijfsrisico	8263	.00	1.55	.0369	.0218	.06018
Liquiditeit	8263	.00	98.84	2.2632	1.4200	3.95565
Niet-schuld gerelateerde belastingschild	8263	.00	.76	.0399	.0261	.04551
Beschikbare kasstromen	8263	-5.48	1.58	.0767	.0698	.16187
Zaakvoerder als eigenaar	8263	.00	1.00	.0050	.0000	.06465
Effectieve belastingtarief	8263	-32.32	2039.00	.5209	.3182	22.48730

Tabel 4: Beschrijvende statistiek zonder winsorizing

Tabel 5 beschrijft de verschillende variabelen in de steekproef na toepassing van de *winsorizing* methode en het verwijderen van de waarden kleiner dan nul en groter dan één voor de variabele "effectieve belastingtarief". Uit de beschrijvende statistiek blijkt dat de korte termijn schuldgraad een gemiddelde van 49,06% heeft. Dit wilt zeggen de totale activa voor bijna de helft met korte termijn schulden worden gefinancierd. Er wordt verwacht dat de korte termijn schulden vooral operationele schulden omvatten, aangezien operationele schulden vaak binnen de operationele of korte termijn cyclus worden terugbetaald. Om een beter beeld te verkrijgen over de financiële schulden moet er eerder gekeken worden naar de schulden op lange termijn, aangezien financiële schulden eerder een langere looptijd hebben. De lange termijn schuldgraad heeft een gemiddelde van 11,20%, dit wilt zeggen dat iets meer dan 11% van de totale activa met lange termijn schulden gefinancierd wordt. Hieruit blijkt dat de gemiddelde korte termijn schuldgraad vier keer zo groot is als de gemiddelde lange termijn schuldgraad. Toch bestaat de lange termijn schuldgraad niet exclusief uit financiële schulden. Om een compleet beeld te genereren over de financiële schulden, moet er gekeken worden naar de financiële schuldgraad. Daaruit blijkt dat 8,45% van de totale activa gefinancierd worden met financiële schulden. Bijgevolg blijkt de totale schuldgraad dat 59,22% van de totale activa met schulden wordt gefinancierd, dit zijn zowel korte als lange termijn schulden.

Verder wordt er opgemerkt dat de meerderheid van de bedrijven winstgevend zijn. Er wordt een gemiddelde *return on assets* waargenomen van 6,09%, dit geeft een indicatie hoe efficiënt een onderneming zijn totale activa kan omzetten in netto inkomen. De steekproef rapporteert een minimum van -31% en een maximum van 43%. De mate dat er materiële vaste activa aanwezig zijn in de onderneming varieert in de steekproef van geen materiële vaste activa aanwezig tot bijna exclusief materiële vaste activa aanwezig. Gemiddeld genomen zal een onderneming in de steekproef een hoeveelheid van 17,86% aan materieel vaste activa aanhouden. Dit onderzoek rapporteert ook een gemiddelde groeiratio van 3,31%. De variabele "liquiditeit" wordt in dit onderzoek gemeten door de *current* ratio te nemen. Deze ratio geeft inzicht of de onderneming aan haar kortlopende schuldverplichtingen kan voldoen. De steekproef rapporteert een gemiddelde van 2 wat gezien worden als een gezond gemiddelde, aangezien twee maal zoveel liquide middelen en vlottende activa aanwezig zijn dan het korte termijn vreemd vermogen. Het gemiddelde niet-schuld gerelateerde belastingschild is in deze steekproef over het algemeen redelijk klein met 3,80%. Dit wilt zeggen dat de afschrijvingen en de waardeverminderingen, die een belastingvoordeel kunnen opleveren, slechts 3,80% uitmaken van de totale activa. Toch kan er een scheve relatie worden opgemerkt door het hogere maximum van deze variabele. Gemiddeld komt er in een bedrijf van de steekproef jaarlijks 8,11% van de totale activa binnen als geldstroom. Deze kasstomen kunnen geclassificeerd worden als interne middelen die beschikbaar zijn voor de onderneming na het betalen van interesten, belastingen en dividenden. Het minimum van -27% toont aan dat er meer geld die onderneming verlaat dan dat er binnen komt. De variabele zaakvoerder als eigenaar is gebaseerd op een percentage van de aandelen die in handen zijn van de huidige managers van die onderneming. Gemiddeld is er slechts een beperkt percentage van de aandelen in handen van de managers voor deze steekproef, namelijk 0,50%. Ook het

effectieve belastingtarief is na afbakening een percentage van 0 tot 100%. Het gemiddelde effectieve belastingtarief voor deze steekproef is 27,45%.

Tabel 5:

	N	Minimum	Maximum	Gem.	Mediaan	Std. Afwijking
Korte termijn schuldgraad	8263	.03	1.29	.4906	.4800	.25340
Lange termijn schuldgraad	8263	.00	.79	.1120	.0366	.15858
Totale schuldgraad	8263	.05	1.58	.5922	.6162	.26017
Financiële schuldgraad	8263	.00	.74	.0845	.0022	.14220
Grootte	8263	3.86	17.81	9.6118	9.4138	1.50251
Winstgevendheid	8263	-.31	.43	.0609	.0441	.09257
Hoeveelheid aan materiële vaste activa	8263	.00	.99	.1786	.0989	.20658
Groeiratio	8263	-.60	1.24	.0588	.0366	.19475
Bedrijfsrisico	8263	.00	.25	.0331	.0218	.03563
Liquiditeit	8263	.15	15.89	2.0041	1.4200	1.93528
Niet-schuld gerelateerde belastingschild	8263	.00	.21	.0380	.0261	.03790
Beschikbare kasstromen	8263	-.27	.42	.0811	.0698	.08522
Zaakvoerder als eigenaar	8263	.00	1.00	.0050	.0000	.06465
Effectieve belastingtarief	7409	.00	1.00	.2745	.3338	.20697

Tabel 5: Beschrijvende statistiek na winsorizing en verwijderen van de variabele effectieve belastingtarief <0 en >1

3.4 Correlatie analyse

Vooraleer er een regressie analyse kan worden uitgevoerd, is het noodzakelijk om op de aanwezigheid van multicollineariteit tussen de onafhankelijke variabelen te testen. Dit zal gebeuren aan de hand van de bivariate correlatiecoëfficiënten. Een correlatie groter dan 0,9 is een sterke indicatie voor multicollineariteit, waardoor de twee onafhankelijke variabelen uit de analyse moeten worden verwijderd. Tabel 6 geeft een overzicht over de verschillende Pearson correlaties tussen de verschillende onafhankelijke variabelen. Hieruit blijkt dat er geen enkele absolute waarde de drempel van 0,9 overschrijdt. De belangrijkste correlaties die in de correlatietabel kunnen worden teruggevonden zijn tussen de variabelen "winstgevendheid" en "beschikbare kasstromen", en tussen "niet-schuld gerelateerde belastingschild" en "hoeveelheid aan materiële vaste activa".

De positieve relatie tussen winstgevendheid en de beschikbare kasstromen in de onderneming kan verklaard worden doordat de kans groter is dat een winstgevend bedrijf, na betaling van interesten, belastingen en dividenden, meer beschikbare geldstromen overhouden.

De positieve relatie tussen het niet-schuld gerelateerde belastingschild en de hoeveelheid aan materiële vaste activa kan verklaard worden, doordat een bedrijf met een grote hoeveelheid aan materieel vast actief van nature ook meer afschrijvingen zal hebben.

Tabel 6:

		Grootte	Winstgevendheid	Hoeveelheid aan materiële vaste activa	Groeiratio	Bedrijfsrisico	Liquiditeit	belastingen gerelateerde belastingenschild	Beschikbare kasstromen	Niet schuld gerelateerde belastingenschild	Zaakvoerder als eigenaar	Effectieve belastingtarief
Grootte	Pearson Correlation	1										
	Sig. (2-tailed)											
	N	8263										
Winstgevendheid	Pearson Correlation	-.098**	1									
	Sig. (2-tailed)	.000										
	N	8263	8263									
Hoeveelheid aan Materiële vaste activa	Pearson Correlation	.036**	-.119**	1								
	Sig. (2-tailed)	.001	.000									
	N	8263	8263	8263								
Groeiratio	Pearson Correlation	.067**	.092**	-.005	1							
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.670								
	N	8263	8263	8263	8263							
Bedrijfsrisico	Pearson Correlation	-.279**	.037**	-.084**	.007	1						
	Sig. (2-tailed)	.000	.001	.000	.502							
	N	8263	8263	8263	8263	8263						

Liquiditeit	Pearson Correlation	.082**	.066**	-.146**	-.079**	-.051**	1				
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000					
	N	8263	8263	8263	8263	8263	8263				
Niet-schuld gerelateerde belastingenschild	Pearson Correlation	-.132**	-.067**	.544**	-.007	.063**	-.168**	1			
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.550	.000	.000				
	N	8263	8263	8263	8263	8263	8263	8263			
Beschikbare kasstromen	Pearson Correlation	-.096**	.706**	.156**	.101**	.047**	.011	.364**	1		
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000	.000	.309	.000			
	N	8263	8263	8263	8263	8263	8263	8263	8263		
Zaakvoerder als eigenaar	Pearson Correlation	-.012	-.001	.006	.005	-.015	.013	.003	.006	1	
	Sig. (2-tailed)	.284	.953	.609	.631	.162	.240	.757	.579		
	N	8263	8263	8263	8263	8263	8263	8263	8263	8263	
Effectieve belastingtarief	Pearson Correlation	-.147**	.171**	-.104**	-.003	-.185**	-.045**	-.024*	.055**	.013	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.825	.000	.000	.040	.000	.265	
	N	7409	7409	7409	7409	7409	7409	7409	7409	7409	7409

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Tabel 6: Correlatie analyse

3.5 Regressie analyse

Om de hypothesen te testen wordt er gebruik gemaakt van een lineaire regressie analyse. De uitkomsten van deze regressie kunnen een inzicht bieden in de vooropgestelde hypothesen. Om de hypothesen te testen wordt de significantieregel van 95% gehanteerd.

Tabel 7 geeft een overzicht over de regressieresultaten met betrekking tot de afhankelijke variabelen "korte termijn schuldgraad" en "lange termijn schuldgraad"

Tabel 8 geeft een overzicht over de regressieresultaten met betrekking tot de afhankelijke variabelen "financiële schuldgraad" en "totale schuldgraad".

Tabel 7:

	Korte termijn schuldgraad		Lange termijn schuldgraad		VIF
	Coëfficiënt	P-waarde	Coëfficiënt	P-waarde	
(Constante)	.945	.000	-.077	.000	
Grootte	-.028	.000	.017	.000	1.174
Winstgevendheid	-.109	.005	-.089	.002	2.791
Hoeveelheid aan materiële vaste activa	-.329	.000	.276	.000	1.534
Groeiratio	.054	.000	.004	.662	1.029
Bedrijfsrisico	.592	.000	.135	.006	1.176
Liquiditeit	-.073	.000	-.002	.019	1.060
Niet-schuld gerelateerde belastingschild	.209	.011	.148	.015	2.021
Beschikbare kasstormen	-.328	.000	-.155	.000	3.091
Zaakvoerder als eigenaar	.048	.128	.021	.374	1.001
Effectieve belastingtarief	.084	.000	-.062	.000	1.143

Tabel 7: Resultaten regressieanalyse voor korte en lange termijn schuldgraad

Tabel 8:

	Financiële schuldgraad		Totale schuldgraad		VIF
	Coëfficiënt	P-waarde	Coëfficiënt	P-waarde	
(Constante)	-.081	.000	.857	.000	
Grootte	.015	.000	-.010	.000	1.174
Winstgevendheid	-.031	.228	-.149	.000	2.791
Hoeveelheid aan materiële vaste activa	.268	.000	-.021	.137	1.534
Groeiratio	.012	.098	.061	.000	1.029
Bedrijfsrisico	-.105	.016	.599	.000	1.176
Liquiditeit	-.002	.001	-.074	.000	1.060
Niet-schuld gerelateerde belastingschild	.084	.121	.252	.004	2.021

Beschikbare kasstormen	-.118	.000	-.518	.000	3.091
Zaakvoerder als eigenaar	.012	.567	.066	.056	1.001
Effectieve belastingtarief	-.053	.000	.012	.337	1.143

Tabel 8: Resultaten regressie analyse voor financiële en totale schulden

De regressies voor alle vier de afhankelijke variabelen zijn significant. De korte termijn, lange termijn, financiële en totale schuldgraad recessie rapporteren een p-waarde van 0,000. De aangepaste R^2 voor de korte termijn schuldgraad bedraagt 0,459. Voor de lange termijn schuldgraad wordt er een aangepaste R^2 waargenomen van 0,217. De financiële schuldgraad heeft een aangepaste R^2 van 0,231 en de totale schuldgraad heeft een aangepaste R^2 van 0,396. Daarnaast wordt in de regressie analyse nog eens de multicollineariteit getest, deze keer gebeurt dit aan de hand van de *variance inflation factor* (VIF). Geen enkele variabele rapporteert een VIF-waarde groter dan tien, waardoor er mag gesteld worden dat er geen probleem aanwezig is in verband met de multicollineariteit.

3.5.1 Bedrijfsspecifieke determinanten

Uit tabellen 7 en 8 blijkt dat grote private bedrijven minder korte termijn schulden zullen aanhouden, terwijl ze wel meer lange termijn schulden aanhouden. Deze uitkomsten liggen in lijn met de voorspelling dat de grootte een invloed speelt op de onderhandelingspositie van een onderneming ten aanzien van de kredietverleners. Een schuldfinanciering toekennen aan een groot bedrijf is namelijk minder risicovol voor de kredietverlener, aangezien een groot bedrijf vaak meer gediversifieerde *cashflows* kan generen die het systematisch risico doen dalen. Dit zorgt er voor dat de faillissementsrisico's van grote bedrijven lager worden ingeschat, waardoor de schuldverlener meer zekerheid heeft dat de schuld zal worden terugbetaald. Doordat de schuldverlener een lager risico loopt zal hij gemakkelijker schulden toekennen en vaak tegen voordeligere voorwaarden. Grote private bedrijven opteren hierdoor om meer schulden te gaan gebruiken. Kleinere private bedrijven zullen het om dezelfde reden moeilijker hebben om een schuldfinanciering af te sluiten en zullen zich meer moeten beperken tot een korte termijn schuldfinanciering, aangezien de korte looptijd het risico voor de schuldverlener verkleint. Hieruit blijkt dat de beslissing om met schulden te financieren volgens de grootte sterk afhangt van de *trade-off* theorie. Een groot bedrijf zal door zijn verlaagde faillissementskosten meer schulden gaan aanwenden om zijn investeringsprojecten te financieren, aangezien de financiële schuldgraad toeneemt. Deze toename van de financiële schuldgraad zal ook weerspiegeld worden in de lange termijn schuldgraad, deze laatste bestaat namelijk voor een groot deel uit financiële schulden. De onderhandelingspositie zal er ook voor zorgen dat deze financiële schulden op een langere termijn verkregen kunnen worden, waardoor de nood aan financiële schulden op een kortere termijn afneemt.

De korte termijn schuldgraad zal voor het grootste deel uit operationele schulden bestaan. Een significant negatieve impact op de korte termijn schuldgraad is een sterke indicatie dat de operationele schulden zullen afnemen. Dit kan verklaard worden doordat een groot bedrijf voldoende interne middelen kan genereren die aangewend kunnen worden om als een substituu

te dienen voor de operationele schulden. Kleinere bedrijven zullen dan weer een grotere nood hebben aan operationele schulden

Hypothese 1a, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België positief beïnvloed wordt door de grootte, kan aanvaard worden voor zowel de financiële als de lange termijn schuldgraad. De grootte zal vooral er voor zorgen dat een private onderneming in België meer met financiële schulden zal gaan financieren.

Hypothese 1b, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België negatief beïnvloed wordt door de grootte, heeft in deze regressieanalyse toepassing op zowel de korte als de totale schuldgraad. Enerzijds kan een daling van de korte termijn schuldgraad verklaard worden door het substitutie effect tussen operationele en financiële schulden. Anderzijds bestaat de korte termijn schuldgraad vooral uit operationele schulden. De grootte kan namelijk ook een indicatie geven dat de onderneming voldoende interne middelen kan genereren. Op basis van deze regressie analyse kunnen de interne middelen zullen vooral als een substituut dienen voor de operationele schulden.

De liquiditeit heeft op alle vier de schuldratio's voor private bedrijven een significante negatieve impact. De liquiditeit biedt volgens de regressie analyse een alternatief aan voor een schuldfinanciering. Hierdoor kan er geconcludeerd worden dat de aspecten die de *pecking order* theorie beïnvloeden het meeste zullen doorwegen op de schuldgraad volgens de liquiditeit. Een hoge liquiditeit geeft namelijk een indicatie dat er veel interne middelen in de organisatie beschikbaar zijn. De nood aan de externe financieringsmiddelen zal verkleinen waardoor de schuldgraad afneemt. Aangezien zowel de korte termijn als de lange termijn en de financiële schuldgraad zullen afnemen, zal de liquiditeit zowel de operationele schulden als de financiële schulden negatief beïnvloeden. Een hoge liquiditeit wil zeggen dat er genoeg interne middelen aanwezig zijn om als een substituut te dienen voor de operationele schuldfinanciering, om de primaire activiteiten te financieren. Daarnaast heeft het ook een negatieve impact op de financiële schulden, ondanks er maar een beperkte coëfficiënt werd waargenomen van -0,002.

Hypothese 2b, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België negatief beïnvloed wordt door de liquiditeit, kan aanvaard worden voor de korte termijn, lange termijn, financiële en de totale schuldgraad.

De groeiratio oefent een positieve beïnvloeding uit op de verschillende schuldgraden van een private onderneming. De noodzaak van schulden voor bedrijven met een hoge groeiratio kan teruggevonden worden in de *pecking order* theorie. Om de grote groei te realiseren moeten deze ondernemingen heel wat financieringsmiddelen aanspreken. Allereerst zullen ze hun interne middelen aanspreken, maar vaak is dat niet voldoende en moeten ze een schuldfinanciering aangaan. Toch kan de significante impact in deze regressie enkel worden waargenomen op de korte en de totale schuldgraad. Dit is een indicatie dat de groeiratio geen doorwegende invloed zal uitoefenen op de financiële schulden van een private onderneming in België. De groeiratio is wel een factor waarmee moet rekening gehouden worden in het bepalen van de operationele schuldgraad van een private onderneming. De groei zal zoveel middelen eisen, dat er niet genoeg interne middelen beschikbaar zijn om de operationele activiteiten van de onderneming te dekken. Hierdoor zullen deze ondernemingen meer operationele schulden moeten aangaan om te

verzekeren dat de kernactiviteiten van de onderneming goed kunnen worden uitgevoerd.

Hypothese 3a, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België positief beïnvloed wordt door de groeiratio, kan aanvaard worden voor de korte en totale schuldgraad.

Gelijkaardig aan de grootte, heeft de hoeveelheid aan materiële vaste activa een significante negatieve invloed op de korte termijn schuldgraad en een significante positieve invloed op de lange termijn schuldgraad. Naast de grootte is de hoeveelheid aan materiële vaste activa in de onderneming een andere determinant die een impact kan uitoefenen op de onderhandelingspositie van de onderneming ten aanzien van kredietverleners. Deze bedrijven kunnen namelijk hun materiële vaste activa gebruiken als onderpand in het afsluiten van een lening. Dit maakt het voor de kredietverleners minder risicovol om een lening toe te kennen. Wanneer de onderneming niet meer in staat is om haar schulden af te betalen, kan de kredietverlener het onderpand opeisen. Hierdoor zal het risico van de kredietverlener drastisch verkleinen waardoor de onderneming gemakkelijker aan een schuldfinanciering kan geraken en vaak tegen voordeligere voorwaarden. Bedrijven met een hoge hoeveelheid aan immateriële vaste activa zullen om dezelfde reden het moeilijker hebben om een schuldfinanciering af te sluiten. Deze bedrijven zullen zich vaak moeten bepreken tot een schuldfinanciering op korte termijn, aangezien de looptijd van de lening ook wordt afgestemd op het risico dat de schuldverlener loopt. Aangezien de materiële vaste activa als onderpand gebruikt kunnen worden, lopen ondernemingen met een hoge proportie aan materiële vaste activa een lager risico op een faillissement waardoor ze volgens de *trade-off* theorie met meer schulden gaan financieren. Volgens de regressie analyse zullen deze bedrijven meer schulden gaan aanwenden om hun investeringsprojecten te financieren, aangezien er een significant positieve impact wordt weergenomen op de lange termijn en de financiële schuldgraad. Ook zal de onderhandelingspositie er voor zorgen dat de schulden voor een langere termijn verkregen worden. Aangezien de korte termijn schulden vooral uit operationele schulden bestaan, kan de significante negatieve impact op de korte termijn schuldgraad een sterke indicatie geven dat de operationele schulden zullen afnemen. Enerzijds wordt dit verklaard worden doordat de financiële schulden als substituut kunnen dienen voor operationele schulden. Anderzijds zal de *pecking order* theorie deze relatie verklaren doordat de mogelijkheid bestaat dat de materiële vaste activa genoeg interne middelen kunnen genereren die als een substituut kunnen dienen voor de operationele schuldfinanciering. Op de totale schuldgraad kan geen significante impact gemeten worden.

Hypothese 4a, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België positief beïnvloed wordt door de hoeveelheid aan materiële vaste activa, kan aanvaard worden voor zowel de financiële als de lange termijn schuldgraad. Een grote proportie aan materiële vaste activa zal vooral er voor zorgen dat de private onderneming in België meer met financiële schulden zal gaan financieren.

Hypothese 4b, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België negatief beïnvloed wordt door de hoeveelheid aan materiële vaste activa, kan aanvaard worden voor de korte termijn schuldgraad. Enerzijds kan een daling van de korte termijn schuldgraad verklaard worden door de toename van de lange termijn schuldgraad. Financiële schulden kunnen als een substituut dienen voor operationele schulden. Anderzijds bestaat de korte termijn schuldgraad vooral uit operationele schulden. Een grote hoeveelheid aan materiële vaste activa kan namelijk

ook een indicatie geven dat de onderneming voldoende interne middelen kan genereren. De *pecking order* beargumenteerd dat de interne middelen als een substituut dienen voor de operationele schulden.

De winstgevendheid geeft over alle vier de verschillende schuldgraden een negatieve coëfficiënt aan. Dit wilt zeggen dat naarmate een bedrijf meer winst maakt, ze minder met schulden gaat financieren. Deze richting stemt overeen met de *pecking order* theorie, aangezien winstgevendheid wil zeggen dat er meer interne middelen beschikbaar zijn die een beter alternatief kunnen bieden dan een schuldfinanciering. Ondanks dat de winstgevendheid ook een positieve impact kan spelen op de onderhandelingspositie ten aanzien van de kredietverleners, zullen bedrijven toch opteren om gebruik te maken van de intern gegenereerde middelen. De impact van de winstgevendheid is wel slechts significant op de korte termijn, lange termijn en de totale schuldgraad. In deze regressie analyse kan er geen significante impact gemeten worden op de financiële schuldgraad. Hierdoor kan er niet met zekerheid worden gezegd dat een bedrijf met hoge winsten minder financiële schulden zal gaan aanhouden. De korte termijn schuldgraad heeft wel significant negatief effect op de winstgevendheid. Aangezien de korte termijn schuldgraad vooral betrekking heeft op de operationele schulden, kan er afgeleid worden dat winsten vooral als een substituut zullen dienen voor operationele schulden.

Hypothese 5b, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België negatief beïnvloed wordt door de winstgevendheid, kan aanvaard worden voor de korte, lange en de totale schuldgraad.

Hoewel de theorieën beargumenteren dat het minder aantrekkelijk wordt om met schulden te financieren wanneer de onderneming te maken heeft met een hoog bedrijfsrisico, zal de regressie analyse enkel een significante negatieve impact waarnemen op de financiële schuldgraad. Deze negatieve relatie met financiële schuldgraad kan verklaard worden door zowel de *trade-off* als de *pecking order* theorie. Zowel de verhoging van het faillissementsrisico en de verhoogde asymmetrische informatie tussen managers en schuldverleners zal het minder aantrekkelijk maken om met financiële schulden te financieren.

Tegen de verwachtingen van de theorieën in is het bedrijfsrisico significant positief gerelateerd aan de korte termijn, lange termijn en de totale schuldgraad. Aangezien de financiële schulden zullen afnemen onder een hoge bedrijfsrisico, wordt verwacht dat de positieve relatie vooral betrekking heeft op de operationele schulden.

Hypothese 6a, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België negatief beïnvloed wordt door het bedrijfsrisico, kan enkel aanvaard worden voor de financiële schuldgraad.

Het niet-schuld gerelateerde belastingschild geeft over de vier schuldgraden een positieve coëfficiënt weer. Deze relatie is significant voor zowel de korte termijn, lange termijn en totale schuldgraad. Volgens de *trade-off* theorie zou het niet-schuld gerelateerde belastingschild als een substituut kunnen dienen voor het belastingvoordeel gegenereerd uit schulden. Eerder onderzoek omtrent deze belastingschilden verklaart het positieve effect gemeten in de regressie analyse, doordat het belastingvoordeel van schulden groter is dan het belastingvoordeel gegenereerd uit het niet-schuld gerelateerde belastingschild (Orman & Koksal, 2015).

Om dus optimaal van het belastingschild te profiteren zullen private bedrijven met schulden gaan

financieringen, ongeacht het niet-schuld gerelateerde belastingschild.

Hypothese 7a, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België negatief beïnvloed wordt door het niet-schuld gerelateerde belastingschild, kan op basis van deze regressie analyse niet worden aanvaard.

3.5.2 Determinanten die het conservatisme in private bedrijven beïnvloeden

De variabele "beschikbare kasstromen" oefent op alle vier de schuldgraden een significante negatieve impact uit. Deze bevindingen liggen in lijn met het onderzoek van Bigelli et al. (2014), waar de beschikbare kasstromen gezien worden als één van de belangrijkste determinanten om zich conservatief op te stellen ten aanzien van schulden. Dit effect is een gevolg van de *pecking order* theorie waar de beschikbare kasstromen gezien worden als een intern financieringsmiddel, waardoor ze als beter substituuat dienen dan een schuldfinanciering.

De financiële schuldgraad is negatief gerelateerd aan de beschikbare kasstromen. Dit geeft een indicatie dat de financiële schulden zullen afnemen wanneer de beschikbare kasstromen in een onderneming zullen stijgen. Aangezien de korte termijn schuldgraad voor het grootste deel uit operationele schulden bestaat kan ook geconcludeerd worden dat de operationele schulden zullen afnemen wanneer er meer interne kasstromen beschikbaar zijn.

Hypothese 8a, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België negatief beïnvloed wordt door de beschikbaarheid aan kasstromen, kan aanvaard worden voor de korte termijn, lange termijn, financiële en de totale schuldgraad.

De regressie analyse kan voor de variabele "zaakvoerder als eigenaar" geen significante relaties opmerken met de verschillende schuldgraden. Hierdoor kan er voor deze variabele geen conclusie worden gevormd over de impact op de kapitaalstructuur.

Hypothese 9a, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België negatief beïnvloed wordt door variabele "zaakvoerder als eigenaar", kan op basis van deze regressie analyse niet aanvaard worden.

Het effectieve belastingtarief heeft een positieve impact op de korte termijn en totale schuldgraad. Daarentegen kan er een negatieve impact waargenomen worden op de lange termijn en financiële schuldgraad. Op basis van de *trade-off* theorie wordt verwacht dat bedrijven die onderhevig zijn aan een hoger effectief belastingtarief meer schulden gaan aanhouden, aangezien zij de interestbetalingen van schulden kunnen aftrekken van de verschuldigde belastingen. Toch neemt de regressie analyse enkel een significante positieve relatie weer met de korte termijn schuldgraad. De lange termijn en de financiële schuldgraad oefenen zelfs een significant negatieve impact uit. Uit deze regressie analyse blijkt dat de financiële schulden niet zullen stijgen wanneer een onderneming onderhevig is aan een hoger effectief belastingtarief. Er kan enkel een significant positief effect waargenomen worden op de korte termijn schuldgraad, die verwacht wordt voor het grootste deel uit operationele schulden te bestaan.

Hypothese 10a, die voorspelt dat de schuldgraad van een private onderneming in België positief beïnvloed wordt door het effectieve belastingtarief, kan enkel aanvaard worden voor de korte termijn schuldgraad.

Tabel 9:

Determinanten	Trade-off theorie	Pecking order theorie	Operationele schulden	Financiële schulden
Grootte	+	-	-	+
Liquiditeit	+	-	-	-
Groeiratio	-	+	+	/
Materieel vaste activa	+	-	-	+
Winstgevendheid	+	-	-	/
Bedrijfsrisico	-	-	+	-
Niet-schuld gerelateerde belastingschild	-	n.v.t.	/	/
Beschikbare kasstromen	n.v.t.	-	-	-
Zaakvoerder als eigenaar	n.v.t.	n.v.t.	/	/
Effectieve belastingtarief	+	n.v.t.	+	-

+ : Significante positieve impact

- : Significante negatieve impact

n.v.t.: Niet van toepassing

/ : Geen significante impact

Tabel 9: Hypotheses over de invloed van de verschillende determinanten op de schuldgraad volgens de twee eerder besproken theorieën, gecombineerd met de empirische resultaten met betrekking tot financiële en operationele schulden

3.6 Conclusie regressie analyse

Op basis van de regressie analyse kunnen er enkele conclusies gevormd worden over de kapitaalstructuur van private ondernemingen in België.

Allereerst kunnen er twee variabelen teruggevonden worden die een sterke negatieve impact hebben op de verschillende schuldgraden van een private onderneming. Zowel de liquiditeit als de beschikbare kasstromen zijn uitsluitend negatief gerelateerd aan de korte termijn, lange termijn, financiële en totale schuldgraad. Beide determinanten geven de mate aan dat er interne middelen aanwezig zijn die gebruikt kunnen worden in de financiering. De negatieve relatie kan verklaard worden door de *pecking order* theorie, waar een grote beschikbaarheid aan interne middelen er voor zal zorgen dat de nood aan een schuldfinanciering daalt. De aspecten die de *pecking order* theorie beïnvloeden zullen doorwegen op de verschillende schuldgraden. De negatieve relatie met de financiële schuldgraad en de lange termijn schuldgraad die vooral financiële schulden bezit, geeft een indicatie dat de financiële schulden afnemen wanneer de liquiditeit stijgt of er meer beschikbare kasstromen zijn. De liquiditeit en de interne kasstromen bieden niet enkel een alternatief voor de financiële schulden, ook de operationele schulden die vooral in de korte termijn schuldgraad zitten nemen af.

Een ander belangrijk concept dat de financieringsbeslissing van een private onderneming mee

bepaalt, is de onderhandelingspositie van de onderneming ten aanzien van de schuldlener. De onderhandelingspositie wordt bepaald door de aanwezige hoeveelheid aan materieel vaste activa en de grootte van de onderneming. Beide determinanten verlagen het risico dat de schuldlener loopt bij het uitgeven van schulden. Grotere bedrijven hebben een lagere kans op een faillissement en bedrijven met een grote hoeveelheid aan materiële vaste activa kunnen de activa gebruiken als onderpand. Deze twee determinanten vergroten bijgevolg de kans dat de schuld terugbetaald zal worden. Door het verlaagde risico voor de schuldlener zal er sneller een schuldfinanciering worden toegekend aan deze bedrijven, vaak tegen betere voorwaarden waardoor de agency kosten van schulden zullen dalen en vaak voor een langere looptijd. De verhoogde onderhandelingspositie en de verlaagde faillissementskosten voor de onderneming maken het volgens de *trade-off* theorie voordeliger om met schulden te financieren. De onderhandelingspositie heeft het meeste effect op de lange termijn schuldgraad, aangezien deze schulden van nature gepaard gaan met meer risico voor de schuldlener. De onderhandelingspositie kan dit risico compenseren waardoor deze bedrijven gemakkelijker een lening op lange termijn kunnen krijgen. Hierdoor neemt de regressie een positieve relatie weer met de financiële schulden aangezien deze bedrijven grotendeel op lange termijn worden gefinancierd. De korte termijn schulden worden volgens de regressie analyse wel negatief beïnvloed door de grootte en de hoeveelheid aan materiële vaste activa. Dit kan enerzijds verklaard worden door het substitutie effect tussen operationele en financiële schulden. Anderzijds bestaat de korte termijn schuldgraad vooral uit operationele schulden. Deze bedrijven kunnen volgens de *pecking order* theorie voldoende interne middelen genereren die als een substituuut kunnen dienen voor die operationele schulden.

De winstgevendheid kan volgens de literatuur enerzijds gebruikt worden in de onderhandelingspositie van de onderneming, aangezien een winstgevend bedrijf een verlaagde kans op een faillissement heeft. Anderzijds is winstgevendheid een indicatie dat de onderneming voldoende interne middelen heeft om een alternatief te bieden voor een schuldfinanciering volgens de *pecking order* theorie. Toch wordt er enkel een negatieve invloed waargenomen op de korte termijn, lange termijn en totale schuldgraad. De financiële schuldgraad wordt niet significant beïnvloed. Dit doet er op wijzen dat de winstgevendheid vooral een negatieve invloed zal uitoefenen op de operationele schulden binnen een private onderneming.

Het bedrijfsrisico heeft een negatieve impact op de financiële schulden van een private onderneming. Dit ligt in lijn met de *trade-off* en de *pecking order* theorie waar de verhoogde faillissementskosten en de verhoogde asymmetrische informatie tussen manager en schuldeiser het minder aantrekkelijk maken om met schulden te financieren. De korte termijn, lange termijn en de totale schuldgraad zijn volgens de regressie analyse wel positief gerelateerd aan het bedrijfsrisico. Er wordt verwacht dat dit operationele schulden betreffen. Hieruit blijkt dat operationele schulden gebruikt zullen worden als een substituuut voor financiële schulden. De groeiratio oefent enkel een positieve impact uit op de korte termijn en totale schuldgraad. Er wordt verwacht dat dit vooral operationele schulden betreffen. Deze relatie ligt in lijn met de *pecking order* theorie, omdat de groei zoveel middelen zal eisen waardoor er niet genoeg interne middelen meer aanwezig zijn om de operationele activiteiten te dekken.

Het niet-schuld gerelateerde belastingschild heeft, in tegenstelling tot wat er op basis van de

trade-off theorie verwacht werd, een positief effect op de schuldgraad. Toch kan deze relatie verklaard worden doordat het belastingvoordeel van schulden hoger is dan het belastingvoordeel van het niet-schuld gerelateerde belastingschild. Hierdoor zullen managers van private bedrijven in België er voor opteren om gebruik te maken van schulden ongeacht dat de mogelijk bestaat om gebruik te maken van het niet-schuld gerelateerde belastingschild.

Op basis van de *trade-off* werd er verwacht dat het effectieve belastingtarief een positief effect heeft op de schuldgraad, aangezien er zo optimaal geprofiteerd kan worden van het belastingvoordeel van schulden. Toch kan dit positieve effect enkel worden waargenomen op de korte termijn schuldgraad. De financiële schuldgraad en de lange termijn schuldgraad worden zelfs negatief beïnvloed door het effectieve belastingtarief. Hierdoor kan er besloten worden dat dit tarief vooral zal zorgen dat er met meer operationele schulden worden aangehouden.

Voor de determinant "zaakvoerder als eigenaar" werd geen significante invloed waargenomen.

4. Besluit

Uit de literatuur is gebleken dat er twee voornaamste theorieën bestaan die de kapitaalstructuur van een onderneming helpen verklaren. Beide theorieën baseren zich op andere aspecten, die allemaal inzicht kunnen bieden waarom een onderneming dan wel of niet met schulden zal financieren. Enerzijds is er de *trade-off* theorie, die zal zich baseren op het belastingvoordeel en de agency problemen van schulden om zo tot een optimale kapitaalstructuur te komen. En anderzijds is er de *pecking order* theorie, die rekening houdt met een hiërarchie van preferente financieringsmiddelen die ontstaat uit de informatieasymmetrie tussen managers en de verleners van externe financieringsmiddelen.

De schuldgraad van een onderneming wordt beïnvloed door een unieke combinatie van bedrijfsspecifieke, nationale en overige determinanten. De invloed van iedere determinant op de kapitaalstructuur kan geschat worden, door deze af te wegen aan de beide theorieën.

De regressie analyse die uitgevoerd wordt in deze masterproef brengt meer inzicht in de specifieke determinanten die een grote invloed uitoefenen op de kapitaalstructuur van private ondernemingen in België. De impact van iedere determinant wordt geschat op de verschillende soorten schulden die een onderneming kan aanhouden, enerzijds soorten op basis van de looptijd van schulden en anderzijds soorten op basis van de doelstelling van schulden. De verschillende theorieën kunnen inzicht geven om de impact van iedere determinant te verklaren.

Zo blijkt uit de empirische analyse dat de voornaamste redenen van private bedrijven in België om met minder schulden te financieren, de beschikbaarheid aan kasstromen en de liquiditeit zijn. Dit ligt in lijn met de *pecking order* theorie, omdat deze bedrijven meer interne middelen hebben of kunnen genereren. Deze interne middelen bieden, volgens de *pecking order* theorie, een beter alternatief voor een externe schuldfinanciering. Ze worden zowel gebruikt om de bedrijfsactiviteiten van een onderneming uit te voeren als om investeringsprojecten mee te financieren. Hierdoor verkleint de nood aan korte en lange termijn schulden.

De mate waarin er toch met schulden gefinancierd wordt, zal beïnvloed worden door de onderhandelingspositie van de private onderneming in België. De onderhandelingspositie van een onderneming ten aanzien van de kredietverleners zal een belangrijke rol spelen in het bepalen van de lange termijn schuldgraad. Grotere bedrijven hebben een lagere kans op een faillissement en bedrijven met een grote hoeveelheid aan materiële vaste activa kunnen die activa gebruiken als onderpand. Deze twee determinanten vergroten bijgevolg de kans dat de schuld terugbetaald zal worden. Hierdoor verkleint het risico dat de schuldverlener neemt door het toekennen van een schuldfinanciering. Bijgevolg zullen de schuldverleners gemakkelijker een schuldfinanciering toekennen en vaak tegen lagere voorwaarden. Het effect van de sterkere onderhandelingspositie is toepasbaar op zowel korte als lange termijn schulden. Toch is dit effect sterker voor schulden op een langere termijn, aangezien de schuldverlener hier meer risico loopt. Hierdoor wordt er een sterke positieve relatie waargenomen bij de financiële schulden die meestal een langere looptijd hebben. De korte termijn schulden worden negatief beïnvloed door de grootte en de hoeveelheid aan materiële vaste activa. Dit kan enerzijds verklaard worden door het substitutie effect tussen operationele en financiële schulden. De toename van financiële schulden zou de nood aan operationele schulden, die vooral een kortere looptijd hebben, kunnen verkleinen. Anderzijds

kunnen deze bedrijven volgens de *pecking order* theorie voldoende interne middelen genereren waardoor de nood aan operationele schulden afneemt.

De financiële schulden zullen afnemen wanneer het bedrijfsrisico stijgt. Een hoger bedrijfsrisico zal leiden tot een hoger faillissementsrisico en een verhoogd risico op asymmetrische informatie tussen schuldlener en managers. Dit maakt het minder interessant om met deze schulden te financieren. Daarnaast wordt er ook opgemerkt dat het substitutie effect tussen operationele en financiële schulden er voor zal zorgen dat er meer operationele schulden gebruikt zullen worden. De winstgevendheid oefent geen significante invloed uit op de financiële schulden. De interne middelen die de winstgevendheid creëren, zullen vooral als een substituut dienen voor de operationele schulden.

De groeiratio oefent geen bemerkbaar effect uit op de financiële en lange termijn schulden. De mate dat een bedrijf groeit zal eerder de korte termijn en operationele schulden beïnvloeden. De groei zal zoveel middelen eisen waardoor er niet genoeg interne middelen meer aanwezig zijn om de operationele activiteiten te dekken. Om de operationele activiteiten te kunnen uitvoeren zullen deze bedrijven zich moeten richten tot een korte termijn schuldfinanciering.

Het niet-schuld gerelateerde belastingschild zal niet actief gebruikt worden als een substituut voor een normale schuldfinanciering. Dit kan verklaard worden doordat het belastingvoordeel van schulden groter is dan het belastingvoordeel van het niet-schuld gerelateerde belastingschild. Hierdoor zullen managers van private bedrijven in België er voor opteren om gebruik te maken van schulden ongeacht dat de mogelijk bestaat om gebruik te maken van het niet-schuld gerelateerde belastingschild.

Een hoger effectieve belastingtarief zou het interessanter moeten maken om met schulden te financieren aangezien de interesten van de verschuldigde belastingen kan worden afgetrokken. Toch nemen enkel de korte termijn schulden toe, bedrijven onderhevig aan een hoger tarief zullen vooral meer operationele schulden aanhouden.

5. Referenties

- A. Bevan, A., & Danbolt, J. (2002). *Capital Structure and its Determinants in the UK - A Decompositional Analysis* (Vol. 12).
- A. DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxes* (Vol. 8).
- Abel, A. N. D. R. E. W. B. (2018). Optimal Debt and Profitability in the Trade-Off Theory. *Journal of Finance*, 73(1), 95-143. doi:10.1111/jofi.12590
- Alufar Bokpin, G. (2009). Macroeconomic development and capital structure decisions of firms: Evidence from emerging market economies. *Studies in Economics and Finance*, 26(2), 129-142. doi:doi:10.1108/10867370910963055
- Bigelli, M., Martín-Ugedo, J. F., & Sánchez-Vidal, F. J. (2014). Financial conservatism of private firms. *Journal of Business Research*, 67(11), 2419-2427. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.02.009>
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). *Capital Structure in Developing Countries* (Vol. 56).
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting & Finance*, 42(1), 1-26. doi:doi:10.1111/1467-629X.00001
- Buijink, J. a. S. (1999). Corporate effective tax rates in the European Union.
- Cheng Lim, T. (2012). *Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China* (Vol. 4).
- de Jong, A., Kabir, R., & Nguyen, T. (2008). Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1954-1969.
- Demirguc-Kunt, A. (1996). Stock Market Development and Financing Choices of Firms. *World Bank Economic Review*, 10(2), 341-369. doi:10.1093/wber/10.2.341
- Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk*. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709-737. doi:10.2307/2937924
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2005). Financing decisions: who issues stock? *Journal of Financial Economics*, 76(3), 549-582. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.003>
- Fernandez, P. (2007). A More Realistic Valuation: Adjusted Present Value and WACC with Constant Book Leverage Ratio. *Journal of Applied Finance*, 17(2), 13-20.
- Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). Determinants of Financial Structure: a New Methodological Approach. *The Journal of Finance*, 34(3), 631-644. doi:doi:10.1111/j.1540-6261.1979.tb02130.x
- Ferson, W. E., & Harvey, C. R. (1994). Sources of risk and expected returns in global equity markets. *Journal of Banking & Finance*, 18(4), 775-803. doi:[https://doi.org/10.1016/0378-4266\(93\)00020-P](https://doi.org/10.1016/0378-4266(93)00020-P)
- Frank, & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. doi:doi:10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x
- Frank, M., & Goyal, V. (2007). *Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt* (Vol. 1).
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Disclosure Laws and Takeover Bids. *The Journal of Finance*, 35(2), 323-334. doi:doi:10.1111/j.1540-6261.1980.tb02161.x
- Gungoraydinoglu, A., & Öztekin, Ö. (2011). *Firm- and Country-Level Determinants of Corporate Leverage: Some New International Evidence* (Vol. 17).
- Gupta, S., & Newberry, K. (1997). *Determinants of the Variability in Corporate Effective Tax Rate* (Vol. 16).
- Haan, L., & Hinloopen, J. (2003). *Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond, and share issues: Evidence for Dutch firms* (Vol. 10).

- Hackbarth, D., Hennessy, C. A., & Leland, H. E. (2007). Can the Trade-off Theory Explain Debt Structure? *Review of Financial Studies*, 20(5), 1389-1428.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. doi:doi:10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x
- Janssen, B. (2005). *Corporate Effective Tax Rates in the Netherlands* (Vol. 153).
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jõeveer, K. (2013). *Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies* (Vol. 41).
- John, T. A. (1993). Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress. *Financial Management*, 22(3), 91-100. doi:10.2307/3665930
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332-355. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.10.009>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. doi:doi:10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Orman, C., & Koksal, B. (2015). *Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Emerging Market Economy*.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1999). *Why Do Companies Go Public? - An Empirical Analysis*.
- Panno, A. (2003). *An empirical investigation on the determinants of capital structure: The UK and Italian experience* (Vol. 13).
- Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece AU - Daskalakis, Nikolaos. *Applied Financial Economics*, 18(2), 87-97. doi:10.1080/09603100601018864
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. doi:doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x
- Rauh, J. D., & Sufi, A. (2010). Capital Structure and Debt Structure. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4242-4280. doi:10.1093/rfs/hhq095
- Sautner, Z., & Vladimirov, V. (2018). Indirect Costs of Financial Distress and Bankruptcy Law: Evidence from Trade Credit and Sales. *Review of Finance*, 22(5), 1667-1704. doi:10.1093/rof/rfx032
- Schoubben, F., & Hulle, C. V. (2004). The Determinants of Leverage. Differences between Quoted and Non Quoted Firms. *Review of Business and Economic Literature*, 0(4), 589-621.
- Strahan, P. (1999). *Borrower Risk and the Price and Nonprice Terms of Bank Loans*.
- Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1-23. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.001>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. doi:doi:10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x

- Wald, J. K. (1999). HOW FIRM CHARACTERISTICS AFFECT CAPITAL STRUCTURE: AN INTERNATIONAL COMPARISON. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187. doi:10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x
- Yee Low, P., & H. Chen, K. (2004). *Diversification and Capital Structure: Some International Evidence* (Vol. 23).