



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Zero-leverage beleid bij Belgische KMO's

Jef Vanthienen

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Anneleen MICHELS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

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

2019
2020



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Zero-leverage beleid bij Belgische KMO's

Jef Vanthienen

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Anneleen MICHIELS

Vermelding COVID-19

Deze masterproef werd geschreven tijdens de COVID-19 crisis in 2020. Deze wereldwijde gezondheids crisis heeft mogelijk een impact gehad op het schrijf- en verwerkingsproces, de onderzoekshandelingen en de onderzoeksresultaten die aan de basis liggen van dit werkstuk.

Woord vooraf

Deze masterproef vormt de afronding van mijn opleiding Handelswetenschappen met afstudeerrichting Accountancy, Financiering en Fiscaliteit. Hierbij wil ik graag enkele personen bedanken voor de hulp bij het schrijven en verwerken van deze masterproef.

Allereerst wil ik allereerst graag prof. dr. Michiels en mevr. Jansen bedanken voor de tijd en ondersteuning in het schrijven van deze masterproef. De opbouwende kritiek en feedback die gegeven werd, heeft deze masterproef kwalitatief versterkt en gezorgd voor een kritische evaluatie van de verrichte analyses.

Verder wil ik ook mijn ouders en vrienden bedanken voor de hulp en raad die ik heb verkregen bij het realiseren van deze masterproef.

Jef Vanthienen

Inhoudsopgave

Vermelding COVID-19.....	1
Woord vooraf.....	3
Inhoudsopgave	5
Lijst van tabellen.....	7
Lijst van figuren	7
Samenvatting	9
De context van het onderzoek.....	9
De gebruikte methodologie	9
De resultaten van het onderzoek	9
Kritische beschouwingen	11
1 Abstract.....	13
2 Introductie.....	13
3 Literatuurstudie	14
3.1 De kapitaalstructuurtheorieën	14
3.2 De theorieën voor de verklaring van de 'zero-leverage' puzzel.....	16
4 Hypothesevorming	17
4.1 Welke theorie is de dominante voorspeller van een 'zero-leverage' beleid?.....	17
4.2 Welke theorie verklaart waarom 'zero-leverage' bedrijven afstappen van een conservatief schuldbeleid?	17
5 Conceptueel model	18
5.1 Conceptueel kader van het onderzoek	18
5.2 De verklarende variabelen van de theorieën.....	19
5.2.1 De hypothese van de financiële beperking	19
5.2.2 De hypothese van de financiële flexibiliteit.....	19
5.2.3 De pecking order theorie	20
5.2.4 De trade-off theorie	21
6 Data.....	21
6.1 De dataverzameling	21
6.1.1 Data-extractie Bel-First	21
6.1.2 De definitie van 'zero-leverage'	22
6.2 Frequentie en consistentie van een 'zero-leverage' beleid	22
7 Methodologie.....	24

7.1	Het aanhouden van een 'zero-leverage' beleid.....	24
7.1.1	Univariate methodologie.....	24
7.1.2	Multivariate methodologie	24
7.2	De initiatie van een schuldbeleid.....	24
7.2.1	Univariate methodologie.....	24
7.2.2	Multivariate methodologie	24
8	Het aanhouden van een 'zero-leverage' beleid.....	25
8.1	Univariate analyse	25
8.2	Multivariate analyse	27
9	De initiatie van een schuldbeleid.....	31
9.1	Univariate analyse	31
9.2	Multivariate analyse	33
9.2.1	De impact van schuldinitiatie binnen het bedrijf	33
9.2.2	De impact van schuldinitiatie ten opzichte van 'zero-leverage' bedrijven	37
10	Robuustheidstest	41
11	Conclusie	41
12	Beperkingen in het onderzoek.....	42
13	Aanbevelingen voor verder onderzoek	42
14	Bibliografie.....	43

Lijst van tabellen

Tabel 1: Bedrijven zonder schulden en 'zero-leverage' bedrijven.	23
Tabel 2: Beschrijvende statistieken voor het aanhouden van een 'zero-leverage' beleid.	26
Tabel 3: Correlatie matrix voor het volgen van een 'zero-leverage' beleid.....	29
Tabel 4: Logistische regressies voor het volgen van een 'zero-leverage' beleid.....	30
Tabel 5: Beschrijvende statistieken van bedrijven met een schuldinitiatie.....	32
Tabel 6: Correlatie matrix van bedrijven met schuldinitiatie.....	35
Tabel 7: Logistische regressies voor de implementatie van schulden in de onderneming ten aanzien van het jaar voorafgaand aan de schuldinitiatie.....	36
Tabel 8: Correlatie matrix van bedrijven met schuldinitiatie ten aanzien van 'zero-leverage' bedrijven	39
Tabel 9: Logistische regressies voor de implementatie van schulden in de onderneming ten aanzien van 'zero-leverage' bedrijven	40

Lijst van figuren

Figuur 1: Conceptueel model	18
-----------------------------------	----

Samenvatting

De context van het onderzoek

Ondanks de theoretische argumenten dat een kapitaalstructuur met zowel vreemd als eigen vermogen optimaal is, blijkt een groot aantal ondernemingen een beleid te volgen zonder financiële schulden. De manifestatie van dergelijk schuldbeleid wordt 'zero-leverage' genoemd en is een fenomeen dat ook in België voorkomt. In deze masterproef wordt specifiek onderzocht waarom bedrijven zo een conservatief schuldbeleid volgen en waarom zij op een bepaald moment afstappen van dit beleid.

De literatuur haalt vier kapitaalstructuurtheorieën aan voor de verklaring van de 'zero-leverage' puzzel. De trade-off theorie stelt een optimale kapitaalstructuur voor door een afweging te maken van de kosten en baten van schuldfinanciering om tot een optimale schuldratio te komen. De pecking order theorie stelt daarentegen een natuurlijke volgorde voorop waarbij bedrijven eerst interne middelen aanwenden voor de financiering van de onderneming en slechts in latere instantie schuldfinanciering. De theorie van de financiële flexibiliteit gaat dieper in op de 'zero-leverage' puzzel en stelt dat bedrijven met meer groei mogelijkheden en toekomstige investeringen minder schulden aangaan omwille van strategische redenen. Zo kunnen de cashreserves gebruikt worden als een soort buffer voor de toekomst van de onderneming. Ten slotte stelt de theorie van de financiële beperkingen dat kleine en jonge bedrijven minder mogelijkheden hebben voor schuldfinanciering, en dit voornamelijk door het gebrek aan onderpand en reputatie op de financiële markt.

Vanuit de literatuur wordt verondersteld dat de financiële beperkingstheorie de voornaamste reden geeft waarom KMO's zowel een 'zero-leverage' beleid volgen als van dergelijk beleid afstappen. Daarbij moet wel vermeld worden dat de theorieën elkaar niet uitsluiten maar eerder complementair zijn om de 'zero-leverage' puzzel te doorgronden.

De gebruikte methodologie

'Zero-leverage' bedrijven worden gezien als bedrijven die tenminste drie opeenvolgende jaren geen financiële schulden op de balans bezitten. Deze financiële schulden worden gedefinieerd door alle lange termijn financiële schulden, de financiële schulden op meer dan een jaar die binnen het jaar vervallen en de korte termijn financiële schulden.

Het empirisch onderzoek steunt op univariate en multivariate analyses waarbij gekeken wordt naar verschillen tussen enerzijds 'zero-leverage' bedrijven en gelijkaardige bedrijven met schulden, en anderzijds naar de verschillen tussen bedrijven die de switch maken naar schuldfinanciering ten aanzien van zichzelf alsook ten aanzien van 'zero-leverage' bedrijven.

De resultaten van het onderzoek

Er blijkt een sterke vertegenwoordiging van 'zero-leverage' bedrijven in het KMO-landschap van België, met een consistente stijging van 2010 tot en met 2018. Bovendien blijkt meer dan de helft van de 'zero-leverage' bedrijven dit beleid al vast te houden sinds 2012. De keuze voor zo een conservatief beleid lijkt dus bewust te zijn en niet te berusten op een toevallig fenomeen.

De bevindingen van de analyses tonen aan dat conservatieve schuldbedrijven voornamelijk kleiner, minder materieel actief bezitten, toekomstige investeringen gepland hebben, winstgevender zijn en

vaak meer dividenden uitkeren dan bedrijven die wel financiële schulden op de balans hebben staan. Belgische KMO's worden voornamelijk gedreven naar een 'zero-leverage' beleid door de beperkingen die zij hebben in de beschikbaarheid van schuldfinanciering. Deze conservatieve bedrijven lijken meer interne middelen te kunnen genereren dan de niet-conservatieve bedrijven, waarbij de pecking order theorie gevolgd wordt ter financiering van de activiteiten binnen een 'zero-leverage' onderneming.

De financiële flexibiliteitshypothese wordt slechts gedeeltelijk bevestigd. De groeimogelijkheden van bedrijven heeft weinig tot geen invloed op het voorkomen van 'zero-leverage', maar de toekomstige investeringen en gerealiseerde cash flow bevestigen wel de hypothese dat deze variabelen een positieve invloed hebben op het voorkomen van 'zero-leverage' in het KMO-landschap van België.

Er wordt echter geen bewijs gevonden dat bedrijven een afweging maken om het 'zero-leverage' beleid aan te gaan door de invloed van risico's die het bedrijf moet dragen of de belastingen die betaald moeten worden. De statische trade-off theorie gaat bijgevolg niet op voor Belgische KMO's.

Het afstappen van een 'zero-leverage' beleid werd bestudeerd aan de hand van twee verschillende invalshoeken. Allereerst is er gekeken welke verschillen zich voordoen binnen het bedrijf in het jaar van de schuldinitiatie ten aanzien van het jaar ervoor. Hier is voornamelijk op te merken dat de Belgische KMO's in het jaar van de schuldinitiatie een verhoging van hun activa realiseren. Meer specifiek zal de verhoging van materiële vaste activa een indicator zijn voor de afstap van een conservatief schuldbeleid. Deze resultaten komen overeen met de implicaties van onderpand uit de literatuur, waar ondernemingen met meer onderpand ruimere mogelijkheden voor schuldfinanciering hebben.

Daarenboven lijkt een daling van de verwerving van interne middelen een andere oorzaak waarom bedrijven overstappen naar schuldfinanciering. De cash flow in het jaar van de schuldinitiatie is aanzienlijk lager dan het jaar voordien en bovendien daalt ook de winst van de onderneming in het jaar van de schuldinitiatie. Toch blijkt er een grotere voorspelling van toekomstige investeringen te zijn en een hogere dividenduitkering, wat contra-intuïtief is ten aanzien van de reeds bestaande literatuur. De hypothese van de financiële flexibiliteit en de pecking order theorie geven slechts gedeeltelijk bewijs voor de verklaring van het afstappen van een conservatief schuldbeleid.

In het tweede deel van het onderzoek is de vergelijking gemaakt tussen 'zero-leverage' bedrijven en de bedrijven die schulden in de kapitaalstructuur initiëren. De resultaten liggen in dezelfde lijn als de resultaten van het eerste deel van het onderzoek, met het voornaamste verschil in de cash flow. De analyses tonen aan dat bedrijven die een schuldinitiatie verwezenlijken, hierbij meer cash opbouwen dan de 'zero-leverage' bedrijven.

Voor beide delen van het onderzoek is absoluut geen bewijs te vinden voor de statische trade-off theorie. Het lijkt dus dat het risico en de belastingen waarmee bedrijven te maken hebben, geen significante invloed zal hebben op het 'zero-leverage' beleid.

De theorie van de financiële beperkingen lijkt in elk onderzoek de dominante voorspeller om het 'zero-leverage' beleid te doorgronden in het Belgische KMO-landschap. Bij het volgen van zo een beleid is de verwachting dat bedrijven die minder groot zijn en minder onderpand bezitten op de

balans, zich voornamelijk met interne middelen zullen financieren en geen financiële schulden in de balans opnemen. Wanneer deze 'beperkingen' verminderen, bevinden bedrijven zich in een betere positie om schulden aan te gaan en een financieringsstructuur te vormen die zowel uit eigen vermogen als uit vreemd vermogen bestaat. Er kan verondersteld worden dat de factoren van de financiële beperkingen die bedrijven ondervinden, de voornaamste reden is om geen financiële schulden in de kapitaalstructuur te incorporeren.

Zowel de pecking order theorie als de financiële flexibiliteitshypothese geven slechts gedeeltelijk bewijs en tonen aan dat 'zero-leverage' bedrijven over het algemeen meer interne middelen genereren en trachten flexibel te blijven door de opstapeling van cash voor latere investeringen. Tot slot is de statische trade-off theorie geen voorspeller van een 'zero-leverage' beleid en heeft deze geen invloed op de keuze voor het volgen of afstappen van een conservatief schuldbeleid.

Kritische beschouwingen

Zowel de definitie van een KMO als de schuldenrubrieken zijn slechts keuzes die zijn gemaakt aan de hand van voorgaand onderzoek. De keuze van schuldenrubrieken kan herbekeken of verder uitgebreid worden. Een andere definitie van financiële schulden kan verder onderzoek kwalitatief versterken. Verder is de definitie van 'zero-leverage' in bestaand onderzoek vaak anders gedefinieerd en ook hier voor discussie vatbaar.

Een andere aanbeveling is het gebruik van andere variabelen of berekeningen om de kwaliteit van het onderzoek verder te versterken. Daarenboven lijkt ook een kwalitatief onderzoek aangewezen waar het bedrijf zelf aangeeft wat de drijfveer is voor de keuze van een conservatief schuldbeleid.

ZERO-LEVERAGE BELEID BIJ BELGISCHE KMO'S

1 Abstract

Het doel van deze masterproef is de invloed van vier grote kapitaalstructuurtheorieën op 'zero-leverage' beleid bij Belgische KMO's te doorgronden, met name de theorie van financiële beperkingen, de theorie van financiële flexibiliteit, de pecking order theorie en de trade-off theorie. Er wordt onderzocht waarom bedrijven een conservatief schuldbeleid volgen en waarom zij hier na een tijd van afstappen. De analyses tonen aan dat een significant aantal bedrijven een consistent 'zero-leverage' beleid volgt. De keuze voor het volgen van dit beleid is voornamelijk te wijten aan de financiële beperkingen. Vaak zijn 'zero-leverage' bedrijven kleiner met minder materieel vast actief op de balans wat de financiële beperkingshypothese ondersteunt. Verder is er gedeeltelijk bewijs voor de pecking order theorie en de theorie van financiële flexibiliteit. Conservatieve bedrijven lijken meer interne middelen te genereren dan de niet-conservatieve bedrijven, waarbij de pecking order theorie gevolgd wordt ter financiering van de activiteiten binnen een 'zero-leverage' onderneming. De drijfveer om de switch naar schuldfinanciering te maken, lijkt ook de financiële beperkingshypothese. Zowel de pecking order theorie als de financiële flexibiliteit geven slechts gedeeltelijk bewijs bij de switch naar schulden. De statische trade-off theorie geeft in geen enkele analyse een significante indicatie voor de voorspelling van een 'zero-leverage' beleid.

2 Introductie

Een van de meest pertinente vraagstukken in bedrijfsfinanciering is het fenomeen van een conservatief schuldbeleid, waar bedrijven gekenmerkt worden door een schuldgraad die zeer laag of zowaar nul is (Bessler, Drobetz, Haller, & Meier, 2013; Devos, Dhillon, Jagannathan, & Krishnamurthy, 2012). De manifestatie van dergelijk conservatief beleid wordt ook wel de 'low-leverage' dan wel 'zero-leverage' puzzel genoemd (V. Dang, 2009).

Zo een financieel conservatief beleid komt voor bij zowel particuliere als publieke bedrijven. Garmin en Facebook zijn slechts twee voorbeelden van publieke bedrijven die geen financiële schulden bezitten. Strebulaev & Yang (2013) toonde aan dat in 2000, 14% van de grote, publieke, niet-financiële bedrijven in de Verenigde Staten geen openstaande schulden hadden en dus 'zero-leverage' bedrijven waren (Strebulaev & Yang, 2013). Daarenboven werd een algemene stijging van het aantal bedrijven zonder schulden aangetoond, gaande van het jaar 1962 tot en met 2009.

De definitie van 'zero-leverage' wordt in de literatuur zeer ruim beschreven. Strebulaev et al. (2013) zag een bedrijf als 'zero-leverage' vanaf het moment dat in een bepaald jaar geen lange termijnschulden en geen korte termijnschulden had (Strebulaev & Yang, 2013). Ander onderzoek neemt dan weer een conservatievere definitie van 'zero-leverage' aan, waar een onderneming als 'zero-leverage' wordt geclassificeerd na ten minste drie opeenvolgende jaren zonder schulden op korte of lange termijn (Devos et al., 2012).

Vanuit empirisch perspectief blijkt dat algemeen 'zero-leverage' bedrijven hogere dividenden betalen, winstgevender zijn, minder groot zijn, meer belastingen betalen en meer cash aanhouden dan de gelijkaardige ondernemingen die wel schuldfinanciering aangaan (Bigelli, Martín-Ugedo, & Sánchez-Vidal, 2014; V. Dang, 2009; V. A. Dang, 2013; Strebulaev & Yang, 2013).

Verder is op te merken dat cash een belangrijke factor is. Vanuit de academische wereld is er veel kritiek op bedrijven die enorme hoeveelheden cash achter de hand houden omdat het de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde in gevaar brengt (Eugen F. Fama, 1980; Jensen, 1986; Kim & Bettis, 2014). Cash kan echter ook voordelig zijn, want het zorgt voor hogere flexibiliteit en dient als buffer voor de hoge mate van onzekerheid waarin ondernemingen opereren (Arslan-Ayaydin, Florackis, & Ozkan, 2013; Kim & Bettis, 2014).

Recentere studies leggen niet enkel de focus op publieke bedrijven, maar trachten ook private bedrijven en hun financiële strategieën te doorgronden (Bigelli et al., 2014; Bruskeland & Johansen C.C., 2013; Comeig, Fernández-Blanco, & Ramírez, 2015). Private bedrijven zijn in grotere aantallen aanwezig en vertegenwoordigen vaak meer dan 90% van het aantal bedrijven in een land (Bigelli et al., 2014).

Met deze masterproef wordt getracht een nieuwe insteek te creëren op twee manieren. Allereerst is het de bedoeling om een toevoeging te zijn op het werk van Bigelli et al. (2014) en te verklaren welke theorie het 'zero-leverage' beleid bij kleine en middelgrote ondernemingen het best verklaart. Ten tweede zal het onderzoek van Devos et al. (2012) waarom ondernemingen afstappen van een 'zero-leverage' beleid uitgebreid worden naar Belgische KMO's aan de hand van de verschillende vooropgestelde theorieën. Het is duidelijk dat er verschillen zijn tussen de publieke en private bedrijven wanneer 'zero-leverage' wordt onderzocht (Bigelli et al., 2014; Drobetz, Janzen, & Meier, 2019).

De rest van deze masterproef is als volgt opgesteld. Er zal een literatuurstudie worden uitgewerkt naar de relevante kapitaalstructuurtheorieën en welke variabelen bij deze theorieën horen. Daarna worden er, aan de hand van de literatuurstudie en introductie, hypothesen gevormd met behulp van de beschikbare data uit de Bel-First databank. De resultaten van de hypothesetesten worden geanalyseerd en besproken om uiteindelijk een conclusie te vormen. De laatste sectie bestaat uit een kritische analyse van het onderzoek en aanbevelingen voor verder onderzoek naar het 'zero-leverage' beleid.

3 Literatuurstudie

3.1 De kapitaalstructuurtheorieën

De basis van de kapitaalstructuur binnen bedrijven werd gelegd door Modigliani en Miller en verder onderzocht in latere jaren (Modigliani & Miller, 1958). Met inachtneming van een aantal effecten die invloed uitoefenen op de kapitaalstructuur, kan een optimale schuldgraad worden gerealiseerd.

Eén van deze effecten is dat het aangaan van schulden kan leiden tot een belastingbesparing (Graham, 2000; Romano, Tanewski, & Smyrniotis, 2001). De interesten die betaald moeten worden, vormen een kost voor de onderneming. De kosten zullen stijgen, waardoor het belastbaar resultaat van de onderneming daalt en bijgevolg minder belastingen worden betaald (Brealey, Myers, & Marcus, 2018). Een ander effect is de kost van te veel schulden waardoor bedrijven hun financiële verplichtingen niet meer kunnen nakomen (Brealey et al., 2018). Een optimale balans tussen schulden en eigen vermogen lijkt de juiste keuze, wat het onderzoek naar 'zero-leverage' beleid zo relevant maakt.

De trade-off theorie van kapitaalstructuur stelt dat elke onderneming zal streven naar een optimale kapitaalstructuur door te kijken naar de marginale kosten en baten van de financiering (Tong & Green, 2005). De optimale graad aan schulden wordt volgens deze theorie bereikt wanneer de voordelen van schulden, zoals een interestkost als belastingschild, ten aanzien van de financiële moeilijkheden die schulden kunnen veroorzaken, worden gemaximaliseerd (Brealey et al., 2018; Clemente-Almendros & Sogorb-Mira, 2018; Haddad & Lotfaliei, 2019).

De verlaging van de winsten door de interestkosten is slechts een van vele mechanismen die bedrijven ter beschikking hebben. De verschillende belastingtarieven spelen ook een grote rol. Zo is er een afzonderlijk tarief voor KMO's op de eerste schijf van €100.000 winst in België (Cools, Debruyne, Hugelier, Ruyschaert, & Van Kerckhove, 2018). De optimale schuldgraad van KMO's zal ook afhangen van de tarieven van de vennootschapsbelasting.

Al de voordelen die gehaald kunnen worden uit het aangaan van schulden, worden tegen alle nadelen of kosten afgewogen. Het is mogelijk dat het bedrijf extra kosten veroorzaakt door het gebruik van vreemd vermogen. Faillissementskosten is hierbij een zeer duidelijk voorbeeld. Bedrijven die veel schulden aangaan, hebben meer kans op een faillissement (Ghazouani, 2013).

Ook agency kosten worden in rekening gebracht bij de trade-off theorie. Deze kosten ontstaan door een mismatch tussen de doelstellingen die het bedrijf heeft vooropgesteld en de doelstellingen die de managers hebben. Hoe veel die extra kosten zijn, is afhankelijk van hoe goed de relevante stakeholders de managers kunnen controleren (Ang, Cole, & Wuh Lin, 2000). Voorbeelden van agency kosten zijn de extra controlekosten op managers door derden, zoals banken of andere kredietverleners, maar ook excessieve uitgaven door managers die niet het belang van de onderneming dienen.

De pecking order theorie is een andere opvatting die het aangaan van schulden in een onderneming probeert te bepalen. De theorie zelf voorspelt geen optimale verhouding van het vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen maar stelt enkel een soort 'natuurlijke' volgorde in het gebruik van financieringsvormen en wordt gebaseerd op asymmetrische informatie (Brealey et al., 2018). Die asymmetrische informatie heeft volgens de pecking order theorie een impact op de keuze van de kapitaalstructuur (El Ghouli, Guedhami, Kwok, & Zheng, 2014).

Theoretisch gezien is er een 'natuurlijke' volgorde. Een onderneming moet zich eerst richten op financiering met eigen vermogen en de intern gegenereerde middelen (Brealey et al., 2018). Indien dit geen optie is, zal de onderneming zich moeten wenden tot extern vreemd vermogen. Dit betekent dat de onderneming zich zal wenden tot schuldfinanciering. Als laatste zou de onderneming moeten denken aan extern eigen vermogen, met name het uitgeven van eigen aandelen (Brealey et al., 2018). Bedrijven kiezen eerder schuldfinanciering dan het uitgeven van nieuwe aandelen omwille van lagere informatiekosten (Murray & Vidhan, 2003).

Vanuit dit perspectief is een verandering in de schuldratio gegeven door de nood die optreedt voor externe financiering. Ondernemingen die veel interne middelen genereren zullen minder nood hebben om schulden aan te gaan (López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008). Toch kan de pecking order theorie de kapitaalstructuurkeuze niet volledig verklaren (Murray & Vidhan, 2003). Het is eerder zo

dat de pecking order theorie en de trade-off theorie elkaar verklaren en versterken dan dat ze elkaar uitsluiten (López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

Naast de twee grote theorieën van de kapitaalstructuur, worden in veel onderzoeken over de 'zero-leverage' puzzel twee andere theorieën aangehaald. De theorie van de financiële flexibiliteit stelt dat bedrijven met meer groeimogelijkheden minder schulden aangaan omwille van strategische redenen (Ferrão, Curto, & Gama, 2016). Zo kunnen ze meer cashreserves aanhouden om de schuldcapaciteit te verhogen en toekomstige investeringsmogelijkheden te financieren (De Jong, Verbeek, & Verwijmeren, 2012; Ferrão et al., 2016). Dit betekent dat volgens deze hypothese bedrijven schuldfinanciering moeten vermijden en tegelijk zo veel mogelijk cash moeten genereren om toekomstige investeringen te verwezenlijken (V. A. Dang, 2013). Daarenboven lijkt het aanhouden van veel cash ook waardevol voor aandeelhouders, al is een te hoge cashpositie vaak een controversieel punt in de praktijk (Kim & Bettis, 2014).

Ten slotte is er de hypothese van financiële beperkingen waarbij verwacht wordt dat ondernemingen geen schulden aangaan omdat zij geen toegang tot schuldfinanciering hebben (Bigelli et al., 2014). Wanneer informatie-asymmetrie aanwezig is, kan het zijn dat bedrijven te maken krijgen met 'credit rationing' (Bagella, Becchetti, & Caggese, 2001; Bigelli et al., 2014). Die kredietbeperking treedt op wanneer de vraag naar leningen het aanbod overstijgt bij de gangbare rentevoeten en onderpand belangrijker wordt om een lening vast te krijgen (Steijvers & Voordeckers, 2009). Bedrijven die hier mee te maken krijgen zijn vaak jong, klein en hebben meestal geen kredietrating (V. A. Dang, 2013). Daarenboven is er vaak afwezigheid van onderpand om schuldfinanciering aan te gaan.

3.2 De theorieën voor de verklaring van de 'zero-leverage' puzzel

De theorie van de financiële beperkingen wordt in het merendeel van de onderzoeken gezien als de theorie om de 'zero-leverage' puzzel te doorgronden. De maatstaven die gebruikt worden om de financiële beperkingshypothese te testen worden in elk bestudeerd onderzoek aangehaald als significant (Bigelli et al., 2014; V. A. Dang, 2013; Devos et al., 2012; Strebulaev & Yang, 2013). Zo vond Dang (2013) in de regressieanalyse voor het aanhouden van een 'zero-leverage' beleid significante resultaten voor de financiële beperkingshypothese in alle modellen en slechts beperkt significante resultaten voor de pecking order theorie, terwijl de effecten voor financiële flexibiliteit eerder klein waren. Bessler et al. (2013) vond dan weer een ondersteuning voor de financiële beperkingshypothese bij publieke bedrijven, maar vond tegenstrijdig resultaat dat 'zero-leverage' bedrijven minder winstgevend waren, wat tegen de pecking order theorie ingaat (Bessler et al., 2013).

Verder ondersteunt het onderzoek van Devos et al. (2012) de hypothese van de financiële beperking, waar bedrijven zonder schulden kleiner en jonger waren dan hun tegenhangers met schulden, en zo afgeleid kon worden dat de kleine en jonge bedrijven vaak nog geen reputatie op de schuldenmarkt hebben opgebouwd waardoor schuldfinanciering minder aantrekkelijk is (Devos et al., 2012).

De theorie van de financiële beperkingen lijkt de sterkste voorspeller van de 'zero-leverage' puzzel. Echter, de theorieën moeten ook naast elkaar gezien worden. Ze geven allen een bepaalde voorspelbaarheid van 'zero-leverage' zonder elkaar te moeten uitsluiten. Het doel van dit onderzoek is te kijken naar waar de klemtoon bij Belgische KMO's ligt voor het aangaan van een conservatief

schuldbeleid om zo de 'zero-leverage' puzzel in de België beter te doorgronden en te zien waarom dit conservatief schuldbeleid op een bepaald moment wordt gelost.

4 Hypothesevorming

4.1 Welke theorie is de dominante voorspeller van een 'zero-leverage' beleid?

De meest dominante reden waarom bedrijven geen schulden aangaan, lijkt de hypothese van de financiële beperkingen (Bessler et al., 2013; Bigelli et al., 2014; Devos et al., 2012). Dat vaak jonge en kleine bedrijven te maken hebben met kredietbeperkingen is een logische verklaring waarom zij geen schulden op de balans hebben (Strebulaev & Yang, 2013). Ook voor de Belgische KMO's lijkt het de voornaamste theorie die het best een 'zero-leverage' beleid verklaart. Daarenboven vond Bigelli et al. (2014) dat Italiaanse private bedrijven een 'zero-leverage' beleid volgen omwille van de beperkingen die zij hebben voor het aangaan van schulden (Bigelli et al., 2014). Hieruit volgt de eerste hypothese:

Hypothese 1: Een conservatief schuldbeleid wordt voornamelijk bepaald door de financiële beperkingstheorie.

4.2 Welke theorie verklaart waarom 'zero-leverage' bedrijven afstappen van een conservatief schuldbeleid?

Ook voor het initiëren van schulden in de onderneming lijkt de theorie van de financiële beperkingen van bedrijven de meest verklarende te zijn, al is hier tot zover geweten nog geen specifiek onderzoek over verricht voor (Belgische) KMO's. Zoals reeds werd aangegeven, is er een duidelijk verschil tussen KMO's en multinationals op meerdere gebieden, gaande van eigendomsstructuren (Brav, 2009), cash flows (Drobetz et al., 2019) en agency problemen (Ang et al., 2000; Singh & Davidson Iii, 2003), maar de verschillen uit zich op meer dan enkel deze kenmerken.

De resultaten in onderzoek naar de switch van 'zero-leverage' naar 'leverage' zijn niet sluitend. Devos et al. (2012) vond een ondersteuning voor de financiële beperkingshypothese, maar testte enkel deze hypothese (Devos et al., 2012). Dang (2009) vond echter geen significante relatie tussen de grootte van een onderneming en de beslissingen om schulden te initiëren (V. Dang, 2009).

Kleine en jonge bedrijven hebben vaak te maken met hoge informatie-asymmetrie en kredietbeperking (Diamond W., 1989; Steijvers & Voordeckers, 2009; Stiglitz & Weiss, 1981) en zijn gelimiteerd in de mogelijkheid tot schuldfinanciering. Naarmate zij ouder en groter worden, zijn deze beperkingen vaak minder relevant en hebben zij ook nood aan kredieten om nieuwe investeringen in activa te financieren. Om een schuldbeleid aan te gaan, lijkt het noodzakelijk om een bepaalde reputatie, leeftijd en grootte te hebben opgebouwd vooraleer de mogelijkheid tot schuldfinanciering een optie is. Uit deze redenering volgt de tweede hypothese:

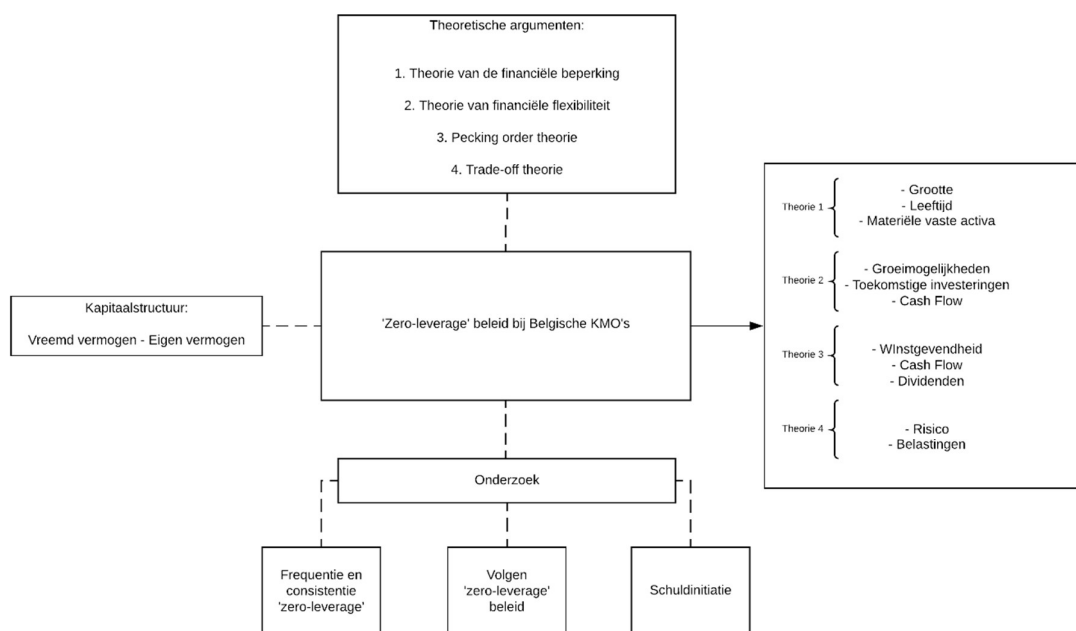
Hypothese 2: De voornaamste reden waarom bedrijven bewust schuldfinanciering aangaan na een 'zero-leverage' beleid is door de afname van financiële beperkingen.

5 Conceptueel model

5.1 Conceptueel kader van het onderzoek

Figuur 1 toont een conceptueel model van het framework dat is toegepast in deze masterproef. Ondernemingen hebben een bepaalde kapitaalstructuur bestaande uit eigen vermogen en/of vreemd vermogen. Waar een optimale verhouding tussen het eigen en vreemd vermogen de ideale situatie voor ondernemingen zou moeten zijn, opteren bepaalde Belgische ondernemingen toch bewust voor een beleid zonder financiële schulden. De literatuur stelt vier grote theorieën voorop die de keuze van kapitaalstructuur beïnvloeden en bijgevolg de keuze voor het aangaan van een 'zero-leverage' beleid. De focus van deze masterproef is om verder in te gaan op de frequentie en consistentie van 'zero-leverage' bij Belgische KMO's, waarom zo een beleid wordt aangehouden en ten slotte waarom bewust wordt afgestapt van een conservatief schuldbeleid. Deze vragen worden onderzocht door middel van de theoretische argumenten te toetsen aan de werkelijke gegevens van Belgische ondernemingen.

Figuur 1: Conceptueel model



5.2 *De verklarende variabelen van de theorieën*

Alle theorieën hebben achterliggende variabelen waarop gesteund wordt. In dit deel wordt voor elk van de theorieën een selectie variabelen beschreven die gebruikt worden in de analyses van dit onderzoek.

5.2.1 *De hypothese van de financiële beperking*

Zoals eerder uitgelegd in de literatuurstudie, is het mogelijk dat bedrijven geen schulden aangaan omdat ze niet beschikken over de middelen en de reputatie bij financiële instellingen om leningen en soortgelijke schulden aan te gaan (Campello, Graham, & Harvey, 2010).

5.2.1.1 *Grootte*

De grootte wordt gemeten aan de hand van het natuurlijk logaritme van de boekwaarde van de totale activa. Kleinere bedrijven zijn vaak beperkter in het aanwenden van financiële schulden. Er wordt een negatieve relatie verwacht tussen de grootte van een onderneming en het aangaan van een 'zero-leverage' beleid. Samen met leeftijd is de grootte van een onderneming een sterk verklarende variabele om de hypothese te testen (Hadlock & Pierce, 2010).

5.2.1.2 *Leeftijd*

De leeftijd wordt bepaald door het natuurlijk logaritme van de leeftijd van de onderneming (plus een jaar), waarbij ook hier een negatieve correlatie wordt verwacht. Hoe jonger de bedrijven, hoe groter de kans op een conservatief schuldbeleid (Bigelli et al., 2014; V. Dang, 2009; Hadlock & Pierce, 2010; Strebulaev & Yang, 2013).

5.2.1.3 *Materiële vaste activa*

De variabele is de verhouding van de materiële activa ten aanzien van het totaal aan activa in de onderneming. Het valt op te merken dat vele bedrijven die geen of bijna geen schulden hebben, relatief minder materieel actief bezitten (Strebulaev & Yang, 2013). Er wordt met andere woorden een negatieve relatie verwacht tussen het aangaan van een 'zero-leverage' beleid en de verhouding van materiële activa. De aankoop van nieuw actief is een zware kost die regelmatig externe financiering met zich meebrengt (Almeida & Campello, 2007).

5.2.2 *De hypothese van de financiële flexibiliteit*

Financiële flexibiliteit verwijst naar het vermogen van een bedrijf om op een tijdige manier te reageren op onverwachte veranderingen in de kasstromen of investeringsmogelijkheden van de onderneming (Denis, 2011). Hoe financieel flexibeler de onderneming is, hoe minder kans op 'onderinvestering' en financiële moeilijkheden en hoe beter de onderneming kan functioneren (Bonaimé, Hankins, & Harford, 2014).

5.2.2.1 *Groei mogelijkheden*

Om de groeimogelijkheden te meten en met inachtneming van de beschikbare data in de Bel-First databank, wordt de groei gemeten aan de hand van het gemiddelde percentage van de omzetstijging van alle beschikbare jaren in de databank. Aangezien er gewerkt wordt met Belgische KMO's, is het gebruik van de marktwaarde van een onderneming niet mogelijk om de groeimogelijkheden van een onderneming te meten zoals in Dang (2009). De algemene verwachting is dat de ondernemingen met grote groeimogelijkheden een conservatiever schuldbeleid volgen om de problemen van 'onderinvesteringen' en financiële moeilijkheden tegen te gaan (Eugene F. Fama & French, 2002).

5.2.2.2 Toekomstige investeringen

De toekomstige investeringen van een onderneming worden geschat aan de hand van het gemiddelde van de kapitaaluitgaven en deze te delen door de totale activa (Bigelli et al., 2014). Kapitaaluitgaven worden gezien als de verandering in de waarde van de activa vermeerderd met de afschrijvingen van de activa. Hoe meer toekomstige investeringen de onderneming heeft, hoe groter de kans op een conservatief schuldbeleid (Bigelli et al., 2014; De Jong et al., 2012).

5.2.2.3 Cash flow

Kasstromen kunnen voor een hogere flexibiliteit zorgen en hebben een sterke impact op de kapitaalstructuur en schuldratio's (Faulkender, Flannery, Hankins, & Smith, 2012). Bedrijven die minder flexibel zijn hebben meer risico op plotse dalingen in kasstromen en zo in een minder goede liquide positie komen (Arslan-Ayaydin et al., 2013). In plaats van de traditionele cash flow variabele te gebruiken zoals in de meeste literatuur, wordt nu gebruik gemaakt van de 'operationele cash flow'. Deze wordt berekend door de winsten voor interesten en belastingen te nemen (EBIT), deze te verminderen met de belastingen en te vermeerderen met de afschrijvingen en waardeverminderingen, om ten slotte de verandering in werkkapitaal van het huidige jaar ten opzichte van het vorige jaar in de vergelijking mee op te nemen.¹

5.2.3 De pecking order theorie

De pecking order theorie impliceert een gebrek aan een duidelijke, optimale kapitaalstructuur die de marktwaarde van het bedrijf zou kunnen verhogen (Jarallah, Saleh, & Salim, 2019). Een onderneming zal zich eerst richten op interne middelen en erna op extern vreemd vermogen. Wanneer beide opties onmogelijk of onvoldoende zijn, zal de onderneming zich richten op het uitgeven van eigen aandelen (Brealey et al., 2018).

5.2.3.1 Winstgevendheid

Winstgevendheid is de verhouding van de winst voor belastingen op de totale activa. Naarmate de onderneming meer winsten realiseert, genereert het meer interne middelen en is de kans op een conservatief schuldbeleid groter (Adair, Adaskou, & McMillan, 2015).

5.2.3.2 Cash flow

De berekening is identiek aan de berekening van de kasstromen bij de hypothese van de financiële flexibiliteit. Hoe meer interne kasstromen de ondernemingen heeft, hoe meer zij geneigd zullen zijn naar een conservatief schuldbeleid (V. Dang, 2009).²

5.2.3.3 Uitgekeerde dividenden

Ook de uitgekeerde dividenden worden berekend ten opzichte van het totaal aan activa. Het wordt berekend aan de hand van de post 'uitgekeerde dividenden'. Dividenden worden in de regressie geïncorporeerd omdat de cash flow die nodig is om dividenden uit te keren gelinkt kan worden aan

¹ De keuze voor deze aangepaste cash flow komt door de hoge correlatie tussen cash flow en winstgevendheid in de regressiemodellen. Zowel voor het volgen van een 'zero-leverage' als voor de initiatie van een schuldbeleid was er zeer hoge multicollineariteit. Daarom werd gekozen voor een alternatieve variabele voor de berekening van de cash flow.

² Kasstromen wordt gebruikt bij zowel de pecking order theorie als bij de theorie voor de financiële flexibiliteit. In de literatuur wordt vaak verwezen naar cash flow als een maatstaf voor flexibiliteit omdat er met de interne middelen een keuze kan gemaakt worden hoe de onderneming te financieren. Dit hangt rechtstreeks samen met de pecking order theorie, die interne middelen ziet als een eerste keuze om voor de financiering van een bedrijf te zorgen.

een schuldbeleid. Deze hypothese gaat echter voornamelijk op bij de grote publieke bedrijven met enorm veel 'atomaire' aandeelhouders die geen invloed hebben op de werking van de onderneming (Brav, 2009). KMO's hebben vaak slechts enkele aandeelhouders met veel invloed. Om de beperkte dividenduitkering vlot te laten verlopen, zal de onderneming op het einde van het boekjaar meer cash in bezit houden (Brav, 2009). Er wordt daarom een positieve relatie verwacht tussen de uitgekeerde dividenden en een conservatief schuldbeleid.

5.2.4 De trade-off theorie

De trade-off theorie is eerder een 'statische' theorie, omdat het kijkt naar de afweging die de onderneming zou moeten maken tussen de voor- en nadelen van schulden om zo een optimale kapitaalstructuur te verkrijgen (Harris & Raviv, 1991; Tong & Green, 2005)

5.2.4.1 Risico

Het risico wordt gemeten door de absolute waarde te nemen van het verschil tussen de jaarlijkse procentuele wijziging van winst of verlies van het boekjaar en het gemiddelde van deze wijziging (Bigelli et al., 2014; V. A. Dang, 2013), ook wel winstvolatiliteit genoemd. Hoe meer risico een bedrijf heeft, hoe groter de kans dat financiële problemen voorkomen. Bedrijven met hoge winstvolatiliteit zullen vaker een conservatief schuldbeleid aangaan (El Ghoul et al., 2014).

5.2.4.2 Effectieve belastingratio

De variabele is de verhouding van de gerapporteerde belastingen (6703) ten opzichte van de winst/verlies van het boekjaar vóór belasting. Er wordt een negatieve relatie verwacht tussen de variabele en het aangaan van een conservatief schuldbeleid. Hoe meer belastingen betaald moeten worden, hoe voordeliger het is om schulden aan te gaan, aangezien deze het belastbaar resultaat zullen drukken en er bijgevolg minder belastingen worden betaald (Van Campenhout & Van Caneghem, 2011).

6 Data

6.1 De dataverzameling

6.1.1 Data-extractie Bel-First

De gegevens van de Belgische bedrijven zijn afkomstig uit de Bel-First databank. Er is gehanteerd om de Europese KMO-definitie toe te passen van Cools et al. (2018). Een onderneming is een KMO wanneer er maximaal 250 werknemers tewerkgesteld worden en wanneer er ofwel een maximale jaaromzet van 50 miljoen euro is, ofwel een maximale balanstotaal van 43 miljoen euro (Commissie, 2014; Cools et al., 2018).

Allereerst zullen enkel actieve Belgische bedrijven gebruikt worden waarvan de hoofdactiviteit geen financiële activiteiten of verzekeringen zijn (er wordt abstractie gemaakt van de bedrijven met een NACE-BEL code beginnend met de cijfers 64 tot 66) (Bigelli et al., 2014; Moon, Lee, & Waggle, 2014; Versonnen & Pauwels, 2011).

Vervolgens wordt gefilterd op de KMO-definitie zoals hierboven beschreven. In een derde stap wordt er gekozen voor een dataset die gaat van 2010 tot 2018.³ Door de toepassing van de verschillende filters blijven 70.121 KMO's over om verder onderzoek uit te voeren.

6.1.2 De definitie van 'zero-leverage'

Voor de bepaling van 'zero-leverage' wordt de methode van Devos et al. (2012) gevolgd. Een 'zero-leverage' onderneming is een onderneming met minstens drie opeenvolgende jaren geen financiële schulden in de kapitaalstructuur (Devos et al., 2012).

Voor de lange termijnschulden opteren we een engere definitie dan schulden op meer dan één jaar. We zijn geïnteresseerd in schuldposten die actief worden beïnvloed door de kapitaalstructuurkeuze. Een substantieel deel van de schuldposten heeft betrekking op de dagelijkse activiteiten van een onderneming en hebben weinig of zelfs geen betrekking op de keuze van kapitaalstructuur (Strebulaev & Yang, 2013). Op korte termijn wordt er enkel gekeken naar de lange termijnschulden die binnen het jaar afgelost moeten worden en de financiële korte termijnschulden (Strebulaev & Yang, 2013).

In de Bel-First databank wordt de lange termijnrekening van financiële schulden (code 1704) geselecteerd als rubriek om 'zero-leverage' te gaan bepalen. Deze bevat alle gegevens van de rekeningen achtergestelde leningen (170), niet achtergestelde obligaties en leningen (171), leasing en soortgelijke rechten (172), kredietinstellingen (173) en overige leningen (174). Voor de korte termijnrekeningen zijn de rekeningen schulden van meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen (42) en financiële schulden (43) geïncorporeerd om 'zero-leverage' te bepalen.⁴

6.2 Frequentie en consistentie van een 'zero-leverage' beleid

Tabel 1 toont de relatieve verhoudingen van bedrijven zonder schulden en 'zero-leverage' bedrijven ten opzichte van de totale verzameling gaande van het jaar 2010 tot en met 2018. Voor de bedrijven zonder schulden is er een stijging van ongeveer 3% te zien in de periode 2010-2018. Daarbij valt op dat er elk jaar een stijging is van het aantal bedrijven zonder schulden. Kijken we verder naar de 'zero-leverage' bedrijven, dan zien we een zeer sterke vertegenwoordiging bij de Belgische KMO's, met een absolute top van 17,75% in het laatst gemeten jaar. Bovendien is voor het jaar 2018 op te merken dat 56,45% van de 'zero-leverage' bedrijven gedurende de hele gemeten periode een conservatief schuldbeleid volgen. Dit betekent dat meer dan de helft van de 'zero-leverage' bedrijven van 2018 dit reeds zijn van 2012. Dergelijke consistentie duidt op het feit dat de keuze voor zo een conservatief beleid bewust blijkt te zijn en niet berust op een toevallig fenomeen van slechts enkele jaren.

Verder wordt gewerkt met gegevens van Belgische KMO's, in tegenstelling tot de cijfers van multinationals zoals in het onderzoek van onder andere Strebulaev et al. (2013) en Devos et al.

³ De gegevens voor 2019 zijn te onvolledig voor verdere analyses.

⁴ Als robuustheidscontrole is er gekeken naar de analyse van enkel financiële schulden op lange termijn (1704) en vervolgens naar schulden bij kredietinstellingen op lange termijn (173). Voor de schulden bij kredietinstellingen op lange termijn is er te veel ontbrekende data om relevante conclusies te trekken. Voor de financiële schulden op lange termijn is ongeveer hetzelfde patroon op te merken als bij de incorporatie van de korte termijnschulden (niet gerapporteerd). Aangezien de meeste onderzoeken zich focussen op zowel korte als lange termijn (Devos et al., 2012; Moon et al., 2014; Strebulaev & Yang, 2013), wordt ook hier gekozen voor het gebruik van korte en lange termijnschulden.

(2012). Het lijkt dat KMO's meer geneigd zijn een 'zero-leverage' beleid te gaan volgen dan publieke bedrijven. Algemeen kan afgeleid worden dat in het Belgische KMO-landschap een conservatief schuldbeleid aanwezig is en dat dit soort beleid, zoals in de literatuur wordt aangetoond, steeds vaker voorkomt (V. Dang, 2009; Devos et al., 2012; Strebulaev, 2007).

Er zijn een aantal potentiële redenen voor de stijging. Bates et al. (2009) vond reeds dat de gemiddelde schuldratio sterk daalde in de periode van 1980 tot 2006, met de voornaamste reden een sterke stijging in het aanhouden van cash (Bates, Kahle, & Stulz, 2009). Het aanhouden van grotere hoeveelheden cash werd ook nog eens versterkt door de zware financiële crisis van 2008 en 2011, wat een invloed kan hebben waarom steeds meer bedrijven opteren voor een beleid zonder schulden (Arslan, Florackis, & Ozkan, 2006; Lian, Sepehri, & Foley, 2011).

Tabel 1: Bedrijven zonder schulden en 'zero-leverage' bedrijven.

Deze tabel geeft de verhouding van bedrijven zonder schulden en de 'zero-leverage' bedrijven weer ten opzichte van de volledige dataverzameling van de afgelopen jaren. Het totaal aantal observaties staat voor het aantal bedrijven dat een volledige dataset beschikbaar heeft voor de financiële schulden (1704 + 42 + 43). De bedrijven zonder schulden zijn alle ondernemingen die in het gegeven jaar geen financiële schulden hebben. De 'zero-leverage' bedrijven zijn alle bedrijven waarvan geen financiële schulden zijn opgenomen in de kapitaalstructuur voor minstens drie opeenvolgende jaren.

Jaar	Totaal aantal observaties	Bedrijven zonder schulden		'Zero-leverage' bedrijven	
		AANTAL	VERHOUDING (%)	AANTAL	VERHOUDING (%)
2018	54.757	12.722	23,23	9.717	17,75
2017	55.310	12.784	23,11	9.792	17,70
2016	58.911	13.534	22,97	10.349	17,57
2015	70.121	16.064	22,90	11.905	16,98
2014	70.121	15.553	22,18	11.451	16,33
2013	70.121	15.072	21,49	11.076	15,80
2012	70.121	14.559	20,76	10.752	15,33
2011	70.121	14.130	20,15		
2010	70.121	14.028	20,00		

7 Methodologie

7.1 Het aanhouden van een 'zero-leverage' beleid

7.1.1 Univariate methodologie

Er wordt bekeken welke verschillen zich voordoen tussen bedrijven met een conservatief schuldbeleid en gelijkaardige bedrijven die schulden in de kapitaalstructuur bezitten. De controlebedrijven worden gekozen door vooropgestelde criteria gelijkaardig aan Devos et al. (2012), Strebulaev et al. (2013) en Dang (2009). De benchmark voor de controlebedrijven steunt op jaar, sector en grootte. Voor elke observatie van een 'zero-leverage' jaar bij een onderneming worden alle bedrijven geselecteerd met dezelfde twee eerste cijfers van de NACEBEL-code en wordt het bedrijf als controlebedrijf gezien indien het binnen 10% van het sectorgemiddelde van de totale activa van de 'zero-leverage' bedrijven valt (V. Dang, 2009).

7.1.2 Multivariate methodologie

Om het volgen van een 'zero-leverage' beleid verder te doorgronden, wordt ook een multivariaat onderzoek uitgewerkt. Er wordt gebruik gemaakt van een logistische regressie met een binaire afhankelijke variabele voor 'zero-leverage'. Deze neemt de waarde '1' aan wanneer ondernemingen een 'zero-leverage' beleid hebben en de waarde '0' voor bedrijven die schulden in de kapitaalstructuur bezitten (Bigelli et al., 2014; Hosmer, Lemeshow, Sturdivant, & Hosmer, 2013; Wooldridge, 2009).

Er worden drie regressiemodellen uitgewerkt. Het eerste model is zonder enige 'vaste effecten' verwerkt in de regressie. Model 2 zijn de 'vaste effecten' voor de jaren van de metingen, zoals in het onderzoek van Bessler et al. (2013). Per jaartal wordt een dummy variabele aangemaakt om zo de jaartallen van meting als vaste grootheden te zetten. In het laatste model worden er 'vaste effecten' gebruikt voor de sector waarin de bedrijven zich bevinden.⁵ De manier van werken is identiek aan model 2. Alle regressiemodellen worden aangemaakt via SPSS.

7.2 De initiatie van een schuldbeleid

7.2.1 Univariate methodologie

De methode om de initiatie van een schuldbeleid te verklaren, is gelijkaardig aan de methode voor het aanhouden van een 'zero-leverage' beleid. De controlebedrijven met schulden in de balans alsook de 'zero-leverage' bedrijven die hun beleid blijven voortzetten, worden vergeleken met alle bedrijven die na een 'zero-leverage' jaar de switch naar een kapitaalstructuur met schulden maken (jaar -1 naar jaar 0) (Devos et al., 2012). De controlebedrijven worden opnieuw geselecteerd volgens de methode van jaar, sector en grootte.

7.2.2 Multivariate methodologie

De methodologie is tweeledig. Voor de eerste regressie wordt er binnen de onderneming gekeken welke impact de verandering van kapitaalstructuur heeft. De dummy variabele neemt de waarde '1' aan voor het jaar dat de schuldinitiatie optreedt en de waarde '0' voor het jaar voorafgaand aan de schuldinitiatie. Bij de tweede regressie wordt gekeken naar de verschillen tussen de

⁵ Voor de 'vaste effecten' is er gekozen om te werken met de secties van de sectoren, en niet de twee eerste cijfers van de NACEBEL-code. De secties zijn beschreven in Versonnen et al. (2011) en gaan van sectie A tot en met U (Versonnen & Pauwels, 2011)

schuldinitiatiebedrijven en de 'zero-leverage' bedrijven. De dummy variabele neemt de waarde '1' aan voor de bedrijven die een schuldinitiatie hebben doorgevoerd en de waarde 0 voor de 'zero-leverage' bedrijven. De variabelen in deze regressie zijn de verschillen tussen het jaar van de schuldinitiatie en het jaar hieraan voorafgaand.

Beide groepen bedrijven zijn geselecteerd op jaar, sector en grootte. Er worden opnieuw drie regressiemodellen uitgewerkt om de initiatie te verklaren en doorgronden. De vaste effecten van jaartallen en sector worden respectievelijk in model 2 en 3 gebruikt.

8 Het aanhouden van een 'zero-leverage' beleid

8.1 Univariate analyse

Tabel 2 toont de resultaten van de univariate analyse uitgevoerd op alle variabelen en vergelijkt elk gemiddelde aan de hand van een onafhankelijke t-test (Pallant, 2016). De financiële beperkingshypothese wordt ondersteund door de resultaten, met uitzondering van de variabele voor leeftijd. 'Zero-leverage' bedrijven zijn gemiddeld significant kleiner en hebben minder materieel actief in bezit dan gelijkaardige bedrijven met schulden in de kapitaalstructuur (Moon et al., 2014). Voor de leeftijd is er geen significant verschil te merken in de tabel en liggen de waarden zeer dicht bij elkaar. Er kan vanuit dit standpunt niet besloten worden dat 'zero-leverage' bedrijven gemiddeld jonger zijn dan gelijkaardige controlebedrijven met schulden.

Ook voor de theorieën van de financiële flexibiliteit en pecking order verschillen de variabelen significant van elkaar en lijken deze theoretische modellen wel degelijk een verschil aan te tonen tussen de twee groepen van bedrijven. De variabele cash flow ligt verder in lijn met de literatuur, waar 'zero-leverage' bedrijven verwacht worden een grotere cash flow te kunnen genereren dan de bedrijven die schulden bezitten. Die hogere waarde aan cash flow bij 'zero-leverage bedrijven' is gunstig door enerzijds de flexibiliteit die het de ondernemingen biedt (Bigelli et al., 2014) en anderzijds omdat de cash flow een mogelijkheid biedt om interne middelen te genereren voor de financiering van toekomstige investeringen (Faulkender & Wang, 2006).

'Zero-leverage' bedrijven zijn gemiddeld gezien winstgevender en keren meer dividenden uit dan de controlebedrijven met schulden. De gemiddelden van beide variabelen zijn significant verschillend van elkaar en geven bewijs aan de veronderstelling van de pecking order theorie.

Voor de variabelen risico en effectieve belastingratio is er geen ondersteuning en zijn geen significante verschillen op te merken. De statische trade-off theorie gaat niet op voor Belgische KMO's in de keuze voor een bepaald beleid in kapitaalstructuur. Toch liggen de waarden van de winstvolatiliteit ver uiteen, al is het verschil insignificant volgens de t-test.

De resultaten van de statische trade-off theorie zijn gelijkend op die van Strebulaev et al. (2013). Daar werden ook geen significante verschillen vastgesteld tussen 'zero-leverage' bedrijven en controlebedrijven in termen van risico (Strebulaev & Yang, 2013). Ander onderzoek, zoals dat van Dang (2013), vond dan weer wel significante verschillen tussen de twee groepen van bedrijven.

Tabel 2: Beschrijvende statistieken voor het aanhouden van een 'zero-leverage' beleid.

De tabel toont de gegevens van alle 'zero-leverage' bedrijven (bedrijven met minstens 3 opeenvolgende jaren geen financiële schulden) en neemt het jaar dat deze bedrijven dergelijk beleid zijn gestart. De controlebedrijven werden gekozen aan de hand van sector, jaartal en totale activa (10% onder en boven het sectorgemiddelde van de 'zero-leverage' bedrijven). In totaal zijn er 15.765 jaarlijkse waarnemingen voor controlebedrijven opgenomen, en 17.424 jaarlijkse waarnemingen voor 'zero-leverage' bedrijven. *, ** en *** staan respectievelijk voor een significantieniveau van 10%, 5% en 1%.

	'Zero-leverage' bedrijven		Controlebedrijven		Verschillenanalyse
	Gemiddelde	N	Gemiddelde	N	Onafhankelijke t-test ⁶
Financiële beperking					
Grootte (log)	5,97	17.424	6,40	15.765	72,050***
Leeftijd (log)	1,41	17.415	1,41	15.761	0,69
Materiële vaste activa/TA	0,15	16.392	0,34	15.685	73,236***
Financiële flexibiliteit					
Groeimogelijkheden/TA	0,28	3.924 ⁷	0,07	2.812	-2,140**
Toekomstige investeringen/TA	0,13	17.081	0,10	13.787	-7,670***
Cash Flow/TA	0,16	9.855	0,11	11.592	5,685***
Pecking order					
Winstgevendheid/TA	0,05	17.360	0,03	15.749	-5,333***
Cash Flow/TA	0,16	9.855	0,11	11.592	5,685***
Dividenden/TA	0,03	17.424	0,02	15.444	-10,095***
Trade-off					
Risico	8,79	17.221	6,34	15.693	-1,324
Effectieve belastingratio	0,78	13.029	0,71	13.875	-0,346

⁶ Alle variabelen zijn getest op effectgrootte via de 'eta squared', die de verhouding aangeeft van de totale variantie in een afhankelijke variabele (schulden en geen schulden) ten opzichte van de verschillende groepen gedefinieerd door een onafhankelijke variabele (Richardson, 2011). Enkel de variabele van materiële activa heeft een groot effect, alle andere variabelen hebben een 'eta squared' score van < 0,01.

⁷ De groeimogelijkheden hebben bij beide dataverzamelingen een groot aantal ontbrekende data. Dit komt omdat in deze berekening de omzet wordt verwerkt. Omdat ondernemingen die gebruik maken van een verkort schema niet verplicht zijn de omzet te vermelden, zijn er dus veel bedrijven die dit ook niet doen (Van De Wiele & Vandenbussche, 1999).

8.2 Multivariate analyse

In tabel 4 zijn de logistische regressies voor het volgen van een 'zero-leverage' beleid uitgewerkt. Deel (A), (B) en (C) zijn drie verschillende regressies gedefinieerd volgens het toekennen van 'vaste effecten'.⁸ In kolommen (1), (4) en (7) worden alle variabelen mee in de regressie genomen. Voor kolommen (2), (5) en (8) wordt de variabele 'groeimogelijkheden' uit de regressie gelaten omwille van het hoog aantal ontbrekende data voor deze variabele.⁹ Kolommen (3), (6) en (9) zijn de regressies zonder de variabelen 'groeimogelijkheden' (omwille van voorgaande reden) en 'leeftijd'. 'Leeftijd' wordt uit de regressie gelaten omdat de variabele sterk gecorreleerd is met verschillende andere onafhankelijke variabelen zoals te zien in tabel 3.¹⁰ Door het weglaten van de variabele wordt het probleem van multicollineariteit aangepakt.

Voor alle uitgevoerde regressies is er statistische significantie tot op 1%, met de Pseudo R² gaande van 0,123 tot 0,515. De resultaten van de regressies zijn in het algemeen consistent met de univariate analyses die zijn uitgevoerd voor het verklaren waarom Belgische KMO's een 'zero-leverage' beleid hanteren.

De eerste bevindingen tonen aan dat er bewijs is voor de hypothese van de financiële beperking en volgt de resultaten die verkregen zijn bij de univariate analyse voor het volgen van een 'zero-leverage' beleid. Het teken van grootte is in alle regressies negatief en significant wat impliceert dat voornamelijk kleinere bedrijven een 'zero-leverage' beleid volgen. Verder is ook de variabele van materiële vaste activa negatief in alle regressiemodellen en ondersteunt ook dit de financiële beperkingshypothese. Enkel voor leeftijd is er slechts gedeeltelijk statistisch significant bewijs voor de financiële beperking. Dang (2013) vond gelijkaardige resultaten in het onderzoek en had ook geen sluitend bewijs voor de variabele van 'leeftijd' (V. A. Dang, 2013). Regressiemodel (1), (4) en (7) tonen wel een negatieve relatie aan tussen 'zero-leverage' en de leeftijd van een onderneming. Wanneer het probleem van multicollineariteit wordt opgelost door de variabelen die sterk correleren met leeftijd uit het model te laten, is wel een significant negatieve variabele 'leeftijd' op te merken (niet gerapporteerd).

Voor de theorie van de financiële flexibiliteit is er slechts gedeeltelijk bewijs. De groeimogelijkheden van een onderneming lijken geen invloed te hebben op het volgen van een 'zero-leverage' beleid. In geen van de drie modellen neemt de variabele een significante waarde aan. Toekomstige investeringen lijken daarentegen wel een duidelijke rol te spelen en ligt in de lijn der verwachtingen die uit de literatuur voortvloeit. Bedrijven met meerdere geplande investeringen lijken bewust voor een 'zero-leverage' beleid kiezen om de toekomstige investeringen te kunnen financieren (V. A. Dang, 2013; De Jong et al., 2012).

Voor de 'cash flow' van bedrijven zijn er significante resultaten, al zijn de waarden eerder aan de lage kant. Wanneer de gehele dataverzameling wordt bekeken zijn de waarden positief, maar niet

⁸ Het model van Bessler et al. (2013) is gebruikt als leidraad voor de implementatie van vaste effecten in de regressie (Bessler et al., 2013).

⁹ Omdat er voor de regressies gewerkt wordt met 'exclude cases listwise' in SPSS, zorgt de variabele van 'groeimogelijkheden' voor een grote hoeveelheid metingen die niet mee genomen worden in de regressiemodellen. Om deze reden wordt de variabele in een aantal logistische regressies verwijderd om te kijken welke impact er is op het model.

¹⁰ Ook de variabele 'cash flow' en 'grootte' werden afzonderlijk uit de regressie gelaten, maar toonden zo goed als geen andere (significante) resultaten aan.

significant. Worden er enkele variabelen weggelaten, wordt 'cash flow' wel significant en neemt het een positieve waarde aan. Dit duidt op het feit dat 'zero-leverage' bedrijven meer cash flow bezitten dan bedrijven met financiële schulden. Cash flow kan zorgen voor een hogere flexibiliteit en geeft ook een vorm van onderpand. Door het creëren van meer cash kan de onderneming de toekomstige investeringen financieren met interne middelen (Kim & Bettis, 2014).

De cash flow variabele zorgt meteen voor de link met de pecking order theorie, waar een bepaalde volgorde wordt vooropgesteld voor het gebruik van verschillende financieringsbronnen (Murray & Vidhan, 2003). De resultaten van winstgevendheid en dividenden komen overeen met de theorieën uit de literatuur. Naarmate de onderneming meer winsten genereert, kan het meer en meer interne middelen aanwenden voor de financiering van de onderneming. Dit is duidelijk op te merken in de regressiemodellen. Dit duidt op het feit dat 'zero-leverage' bedrijven meer winsten realiseren dan gelijkaardige ondernemingen die wel met schulden werken.

Ook voor de dividenduitkering liggen de resultaten in lijn van de verwachtingen. 'Zero-leverage' bedrijven keren in het algemeen meer dividenden uit dan hun tegenhangers. Belgische KMO's blijken dus, net zoals grote publieke bedrijven, een dividendpolitiek te volgen waarbij de uitkering hoger ligt dan bedrijven die wel schulden bezitten. Ondanks de grote verschillen in aandelenstructuur tussen publieke en private bedrijven toont het model dus aan dat private bedrijven die geen schulden in de kapitaalstructuur hebben, meer dividenden uitkeren aan de aandeelhouders. De pecking order theorie lijkt, net zoals de theorie van de financiële beperkingen, een goede indicator te zijn waarom bedrijven een 'zero-leverage' beleid aanhouden.

Ten slotte bieden de regressiemodellen weinig bewijs voor de trade-off theorie. Enkel de risicofactor is in sommige modellen significant, maar met een zeer minieme waarde. De waarden die significant zijn, hebben bovendien een onverwacht negatief teken. De winstvolatiliteit bij 'zero-leverage' bedrijven lijkt geen verdere invloed te hebben. Een mogelijke verklaring is dat naarmate er meer stabiliteit is in de winstgevendheid, de onderneming meer interne middelen kan gebruiken voor de financiering van de onderneming. Verder is te zien dat de effectieve belastingratio geen enkele significante invloed heeft op het volgen van een 'zero-leverage' beleid bij Belgische KMO's. De effectieve belastingratio lijkt geen voorspeller te zijn voor het al dan niet volgen van een conservatief schuldbeleid. Dat blijkt ook uit Dang (2009) die geen bewijs vond dat de belastingratio een impact had op de kapitaalstructuurkeuze (V. Dang, 2009).

Tabel 3: Correlatie matrix voor het volgen van een 'zero-leverage' beleid

De tabel rapporteert alle Pearson correlatie coëfficiënten tussen de dummyvariabele voor het volgen van een 'zero-leverage' beleid en alle gemeten kenmerken van een bedrijf in de multivariate analyse vanuit de dataverzameling van 'zero-leverage' bedrijven en geselecteerde controlebedrijven zoals in tabel beschrijvende statistieken voor het aanhouden van een 'zero-leverage' beleid. Met behulp van 'Casewise listing' in de logistische regressie werden de extreme waarden uit de dataverzameling gehaald (alle waarden groter dan 2 maal de standaardafwijking van de 'residuals') (Sarkar, Midi, & Rana, 2011). *,** en *** staan respectievelijk voor een significantieniveau van 10%, 5% en 1%.

	'zero-leverage' dummy	Grootte (log)	Leeftijd (log)	Materiële vaste activa/TA	Groeimoge lijk- heden/TA	Toekomstige investerings/TA	Cash Flow/TA	Winstgevend heid/TA	Dividenden/ TA	Risico
Grootte (log)	-0,358***									
Leeftijd (log)	-0,048***	0,263**								
Materiële vaste activa/TA	-0,381**	0,040***	-0,002							
Groeimogelijkheden/TA	0,022*	-0,021*	0,000	-0,019						
Toekomstige investerings/TA	0,0390**	-0,038***	-0,059***	0,003	0,031**					
Cash Flow/TA	0,041***	-0,097***	-0,073***	0,002	-0,005	0,078***				
Winstgevendheid/TA	0,028***	0,037***	-0,016***	-0,069***	-0,005	0,006	-0,015**			
Dividenden/TA	0,054***	0,008	0,013**	-0,078***	-0,008	-0,008	0,131***	0,124***		
Risico	0,007	0,003	0,017***	-0,001	0,004	-0,001	-0,081***	-0,002	-0,005	
Effectieve belastingratio	-0,001	0,001	-0,004	0,003	-0,015	0,002	0,000	-0,005	0,001	0,000

Tabel 4: Logistische regressies voor het volgen van een 'zero-leverage' beleid

Deze tabel toont de logistische regressies die zijn uitgevoerd op de geselecteerde variabelen. De afhankelijke variabele 'zero-leverage' is een dummy variabele die de waarde '1' aanneemt indien het bedrijf een 'zero-leverage' bedrijf is en '0' voor de controlebedrijven met schulden. Deel (A) toont 3 regressies zonder vaste effecten, waar verschillende verzamelingen variabelen worden getest in kolom (1)-(3). Deel (B) zijn de logistische regressies met vaste effecten voor jaar zoals in Bessler et al. (2013), met opnieuw verschillende verzamelingen geteste variabelen. Deel (C) zijn de regressies waar gewerkt wordt met vaste effecten op sector. De 3 bijhorende kolommen zijn opgesteld zoals (A) en (B). *,** en *** staan respectievelijk voor een significantieniveau van 10%, 5% en 1%.

	Logistische regressie			Logistische regressie met vaste effecten (jaar)			Logistische regressie met vaste effecten (sector)		
	(A)			(B)			(C)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Financiële beperkingen									
Grootte (log)	-0,147**	-1,209***	-1,182***	-0,137*	-1,336***	-1,328***	-0,142**	-1,555***	-1,519***
Leeftijd (log)	-0,586***	0,269***	-	-0,566***	0,069	-	-0,319*	0,422***	-
Materiële vaste activa/TA	-3,022***	-4,507***	-4,491***	-2,811***	-4,276***	-4,268***	-3,159***	-4,450***	-4,437***
Financiële flexibiliteit									
Groeimogelijkheden/TA	0,040	-	-	0,057	-	-	0,037	-	-
Toekomstige investeringen/TA	1,000***	1,122***	1,056***	0,922***	1,195***	1,177***	0,819***	0,941***	0,856***
Cash Flow/TA	0,104	0,083*	0,076*	0,075	0,102*	0,100*	0,113	0,072	0,063
Pecking order									
Winstgevendheid/TA	1,667***	1,308***	1,289***	1,175***	1,047***	1,044***	1,715***	1,454***	1,432***
Cash Flow/TA	0,104	0,083*	0,076*	0,075	0,102*	0,100*	0,113	0,072	0,063
Dividenden/TA	1,234***	0,990***	1,020***	1,422***	1,319***	1,331***	1,243***	0,917***	0,962***
Trade-off									
Risico	-0,001	0,000	0,000	-0,001	0,000*	0,000*	-0,001	0,000	0,000*
Effectieve belastingratio	-0,003	0,009	0,008	0,029	0,009	0,008	-0,004	0,012	0,011
Chi ²	454,56***	4581,69***	4569,37***	1350,87***	7722,44***	7717,91***	587,94***	5475,05***	5453,77***
Pseudo R ²	0,127	0,298	0,298	0,344	0,463	0,463	0,162	0,348	0,347

9 De initiatie van een schuldbeleid

9.1 Univariate analyse

In tabel 5 is de univariate analyse terug te vinden voor de initiatie van een schuldbeleid, waar de verschillen tussen de jaren werden beschreven. Er werden drie groepen van bedrijven geselecteerd, met name bedrijven die na ten minste drie jaren zonder schulden nu wel financiële schulden bezitten, controlebedrijven die een 'zero-leverage' beleid volgen en bedrijven die doorheen de geselecteerde jaren geen 'zero-leverage' beleid vertoonden in de periode 2010-2018. De resultaten tonen het verschil tussen het jaar waarin een bedrijf schulden initieerde en het jaar voorafgaand aan de schuldinitiatie.¹¹

Vanuit de berekende verschillen is duidelijk dat er een aantal opvallende resultaten zijn. Voor de variabelen van grootte en materieel vast actief is het op te merken dat de bedrijven die een schuld incorporeren in de onderneming, in grootte toenemen en meer materieel actief aanwerven. Voor beide groepen controlebedrijven is verder te zien dat er geen sterke verschillen optreden in gemiddelden en zij meer een gelijkmatig beleid blijven volgen. Voor de variabele leeftijd van een onderneming valt wel meteen op dat de schuldinitiatie in een jonger stadium optreedt dan de gemiddelde leeftijd van de 'zero-leverage' bedrijven met een significant verschil tussen de twee gemiddelden.

Verder is duidelijk dat enkel de variabele van toekomstige investeringen een relevant verschil heeft tussen de drie groepen van bedrijven. De verschillen tussen groeimogelijkheden en cash flow zijn insignificant, wat wijst op het feit dat in het jaar van schuldinitiatie er geen specifieke wijzigingen in groeimogelijkheden of cash flow zich voordoet.

Hoewel in de literatuur wordt gesteld dat wanneer er uitzicht is op toekomstige investeringen een conservatief schuldbeleid wordt verwacht, is in tabel 5 te zien dat net het tegenovergestelde wordt vastgesteld bij de Belgische KMO's. Een mogelijke verklaring kan zijn dat voor de financiering van de toekomstige investeringen een bepaalde hoeveelheid financiële schulden worden voorzien om alle investeringen te kunnen blijven financieren. Bedrijven met een schuldinitiatie hebben eveneens een mindere cash instroom dan de twee groepen controlebedrijven volgens de cash flow variabele (al is de variabele niet significant op 10%).¹²

Daarenboven zijn de variabelen voor de trade-off theorie niet significant, maar is wel vast te stellen dat er minder risico zit bij de bedrijven die een financiële schuld aangaan. Dit ligt dan weer in de lijn van de literatuur, die veronderstelt dat risico een positieve invloed heeft op het voorkomen van een 'zero-leverage' beleid (Strebulaev & Yang, 2013). Voor de effectieve belastingratio zijn de resultaten gelijkend op die van Devos et al. (2012), die weinig significante resultaten vond (Devos et al., 2012).

¹¹ Voor de controlebedrijven is exact dezelfde methode gebruikt. Van elk bedrijf dat voldeed aan de vooropgestelde criteria als controlebedrijf voor enerzijds 'zero-leverage' controlebedrijven en anderzijds controlebedrijven met schulden, werd het verschil van jaar -1 tot jaar 0 genomen voor de verklarende variabelen van de theorieën.

¹² De variabele cash flow had een p-waarde van 0,132 en viel net buiten de significantie van 10%.

Tabel 5: Beschrijvende statistieken van bedrijven met een schuldinitiatie

De resultaten zijn de verschillen van de variabelen in het jaar dat bedrijven schulden invoeren ten opzichte van het jaar voor de invoer van schulden (jaar -1 tot jaar 0). Groep (1) zijn alle bedrijven die na minstens drie jaren een conservatief schuldenbeleid te hebben gevolgd, overschakelen naar een beleid waarbij er wel schulden in kapitaalstructuur vervat zitten. Groep (2) zijn alle 'zero-leverage' bedrijven geselecteerd aan de hand van de sector, het jaartal en de totale activa (10% onder en boven het sectorgemiddelde). De laatste groep (3) zijn, zoals groep (2), gekozen op dezelfde maatstaven van sector, jaartal en totale activa maar zijn bedrijven die wel schulden vervat hebben in de kapitaalstructuur. *,** en *** staan respectievelijk voor een significantieniveau van 10%, 5% en 1%.

	Bedrijven met schuldinitiatie (1)		'Zero-leverage' controlebedrijven (2)		Bedrijven met schulden (3)		Verschillenanalyse Onafhankelijke t-test ¹³	
	Gemiddelde	N	Gemiddelde	N	Gemiddelde	N	(1) - (2)	(1) - (3)
Financiële beperking								
ΔGrootte (log)	0,05	8.171	0,02	28.152	0,01	15.569	18,74***	16,81***
ΔLeeftijd (log)	1,32	8.167	1,39	28.128	1,31	15.569	-21,36***	2,77***
ΔMateriële vaste activa/TA	0,04	7.592	-0,002	26.513	-0,003	15.464	26,16***	25,61***
Financiële flexibiliteit								
ΔGroeimogelijkheden/TA	0,04	1.693	0,4	10.051	-0,91	2.662	-0,38	0,742
ΔToekomstige investeringen/TA	0,17	7.970	-0,003	28.152	-0,01	15.564	12,86***	12,92***
ΔCash Flow/TA	-0,10	8.171	-0,02	28.152	-0,02	15.569	-1,51	-1,42
Pecking order								
ΔWinstgevendheid/TA	-0,05	8.171	-0,01	28.152	-0,01	15.569	-0,677	-1,42
ΔCash Flow/TA	-0,10	8.171	-0,02	28.152	-0,02	15.569	-1,51	-1,42
ΔDividenden/TA	0,002	5.525	-0,01	28.140	0,001	14.500	3,25***	0,54
Trade-off								
ΔRisico	2,07	8.137	5,42	27.902	-0,19	15.545	-0,54	0,64
ΔEffectieve belastingratio	-0,21	6.130	0,29	20.647	0,15	13.254	-0,69	-1,09

¹³ Alle variabelen zijn getest op effectgrootte via de 'eta squared', die de verhouding van de totale variantie in een afhankelijke variabele (schulden en geen schulden) ten opzichte van de verschillende groepen gedefinieerd door een onafhankelijke variabele aangeeft (Richardson, 2011). De waarden van 'eta squared' tonen nergens een sterk effect voor een t-waarde.

9.2 *Multivariate analyse*

9.2.1 *De impact van schuldinitiatie binnen het bedrijf*

Tabel 7 geeft de regressiemodellen van een schuldinitiatie binnen bedrijven. Alle regressiemodellen tonen een significantieniveau van 1% aan met een pseudo R^2 gaande van 0,053 tot 0,162. Vanuit dit standpunt kunnen de regressies als goede voorspellers van schuldinitiatie gezien worden. De variabele groeimogelijkheden en materiële vaste activa werden in enkele modellen geweerd omwille van respectievelijk het groot aantal ontbrekende data en multicollineariteit.¹⁴

We verwachten in theorie regressiemodellen met tegenovergestelde tekens dan de regressiemodellen voor het aanhouden van een 'zero-leverage' beleid. Daar waar er gekozen wordt om een conservatief beleid in termen van schulden te volgen, lijkt het tegengestelde zich te zullen voordoen wanneer er onderzocht wordt waarom op een bepaald moment de keuze gemaakt wordt om financiële schulden in de kapitaalstructuur te vervatten (V. A. Dang, 2013).

De variabelen grootte en materieel vaste activa zijn in het jaar van de schuldinitiatie groter en significant. Belgische KMO's gaan in het jaar van de schuldinitiatie een verhoging van hun activa realiseren. Meer bepaald zal er een verhoging in het materieel vast actief op te merken zijn. De bevindingen voor de leeftijd van ondernemingen lijkt contra-intuïtief en is negatief voor de regressies, met een significantie tot 1% in de modellen. De verwachting is dat bedrijven die schulden in de kapitaalstructuur gaan brengen een oudere leeftijd hebben (Strebulaev & Yang, 2013). Het lijkt dat Belgische KMO's voornamelijk op jongere leeftijd na een 'zero-leverage' beleid financiële schulden aangaan. Ook Bigelli et al. (2014) vond dergelijke resultaten voor de leeftijd van een onderneming, al kon er geen significantie voor het negatieve resultaat aangetoond worden.

Een andere variabele die contra-intuïtief lijkt is deze van de toekomstige investeringen. Daar waar Bigelli et al. (2014) geen sluitende analyse voor deze variabele kon geven, is de waarde hier positief en significant. Het is mogelijk dat bedrijven die financiële schulden aanwenden, een bepaald zicht hebben op de latere investeringen die moeten gebeuren en daarop anticiperen om schulden in de kapitaalstructuur te vervatten.

Wat verder blijkt is dat de cash flow in het jaar van een schuldinitiatie lager ligt. Er wordt met andere woorden minder cash gegenereerd door het bedrijf in het jaar dat zij financiële schulden incorporeren. Dit kan tot gevolg hebben dat het bedrijf naar extra financiering van buiten de onderneming moet zoeken en dus financiële schulden zal moeten aangaan door de mindere cash inkomsten (Bigelli et al., 2014). Daarenboven dalen de winsten voor belastingen bij bedrijven die afstappen van een 'zero-leverage' beleid. De resultaten van Strebulaev et al. (2013) liggen in dezelfde lijn als de gevonden resultaten. Ook bij publieke bedrijven is een daling van dergelijke winsten te zien wanneer de 'exit' van een 'zero-leverage' beleid wordt toegepast.

Voor de statische trade-off theorie kan er geen significant bewijs worden geleverd. De regressies tonen een zeer kleine impact van de variabelen op de schuldinitiatie. De variabelen zijn bovendien

¹⁴ Ook de cash-flow variabele en de variabele van dividenden werden afzonderlijk uit het model gelaten, maar gaven zeer gelijkende resultaten voor de regressiemodellen waar de materiële vaste activa werd geweerd.

insignificant met uitzondering van de effectieve belastingratio, al heeft deze variabele amper invloed op het regressiemodel voor de initiatie van een niet-conservatief schuldbeleid.

Tabel 6: Correlatie matrix van bedrijven met schuldinitiatie

De tabel rapporteert alle Pearson correlatie coëfficiënten tussen de dummyvariabele van bedrijven die een schuldinitiatie doen in een bepaald jaar in vergelijking met het jaar voorafgaand. Met behulp van 'Casewise listing' in de logistische regressie werden de extreme waarden uit de dataverzameling gehaald (alle waarden groter dan 2 maal de standaardafwijking van de 'residuals') (Sarkar et al., 2011). *,** en *** staan respectievelijk voor een significantieniveau van 10%, 5% en 1%.

	'Schuldinitiatie' dummy	Grootte (log)	Leeftijd (log)	Materiële vaste activa/TA	Groeimogeli jk- heden/TA	Toekomstige investerings/TA	Cash Flow/TA	Winstgevendh eid/TA	Dividenden/T A	Risico
Grootte (log)	0,035***									
Leeftijd (log)	0,000	0,274***								
Materiële vaste activa/TA	0,093***	0,030***	0,060***							
Groeimogelijkheden/TA	-0,016	-0,016	0,000	-0,013						
Toekomstige investerings/TA	0,071***	0,038***	-0,041***	0,114***	0,009					
Cash Flow/TA	-0,045***	0,000	-0,057***	-0,030***	0,008	0,050***				
Winstgevendheid/TA	-0,007	-0,392***	-0,074***	0,008	0,000	0,003	-0,021**			
Dividenden/TA	0,043***	0,024***	0,013	-0,052***	-0,006	-0,045***	-0,215***	-0,028***		
Risico	-0,007	-0,015*	-0,008	-0,008	0,000	-0,090***	0,010	0,002	-0,001	
Effectieve belastingratio	-0,006	0,003	0,004	-0,018**	0,003	0,002	-0,001	-0,016*	0,000	0,000

Tabel 7: Logistische regressies voor de implementatie van schulden in de onderneming ten aanzien van het jaar voorafgaand aan de schuldinitiatie

De afhankelijke variabele 'schuldinitiatie' is een dummy variabele die de waarde '1' aanneemt indien het bedrijf schulden bezit in het jaar volgend op een 'zero-leverage' beleid. De definities van de variabelen zijn zoals beschreven in de verklarende variabelen van de hypothesen. Deel (A) toont 3 regressies zonder vaste effecten, waar verschillende verzamelingen variabelen getest worden in kolom (1) tot (3). Deel (B) zijn logistische regressies met vaste effecten voor jaar zoals in Bessler et al. (2013), met opnieuw verschillende verzamelingen variabelen. Deel (C) zijn regressies waar gewerkt wordt met vaste effecten op sector. De 3 bijhorende kolommen zijn zoals deel (A) en (B). *, ** en *** staan respectievelijk voor een significantieniveau van 10%, 5% en 1%.

	Logistische regressie			Logistische regressie met vaste effecten			Logistische regressie met vaste effecten (sector)		
	(A)			(B)			(C)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Financiële beperkingen									
Grootte (log)	0,252***	0,535***	0,526***	0,245***	0,471***	0,464***	0,265***	0,535***	0,530***
Leeftijd (log)	-0,145	-0,262***	-0,227***	-0,080	-0,089	-0,055	-0,167	-0,295***	-0,270***
Materiële vaste activa/TA	0,442**	0,842***	-	0,482**	0,879***	-	0,428*	0,912***	-
Financiële flexibiliteit									
Groeimogelijkheden/TA	-0,015	-	-	-0,014	-	-	-0,014	-	-
Toekomstige investeringen/TA	0,548***	1,076***	1,132***	0,545***	1,021***	1,080***	0,545***	1,077***	1,134***
Cash Flow/TA	-0,297**	-0,419***	-0,443***	-0,298**	-0,338***	-0,413***	-0,302**	-0,409***	-0,437***
Pecking order									
Winstgevendheid/TA	-0,182**	-0,098***	-0,110***	-0,171**	-0,093***	-0,104***	-0,191**	-0,096***	-0,118***
Cash Flow/TA	-0,297**	-0,419***	-0,443***	-0,298**	-0,338***	-0,413***	-0,302**	-0,409***	-0,437***
Dividenden/TA	0,469	0,626***	0,582***	0,413	0,45***	0,407***	0,484*	0,643***	0,608***
Trade-off									
Risico	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Effectieve belastingratio	0,000	0,000**	0,000*	0,000	0,000*	0,000*	0,000	0,000**	0,000*
Chi²	104,07***	850,91***	846,42***	113,11***	1125,81***	1134,75	107,86***	874,75***	866,86***
Pseudo R²	0,053	0,124	0,119	0,058	0,162	0,156	0,055	0,127	0,121

9.2.2 De impact van schuldinitiatie ten opzichte van 'zero-leverage' bedrijven

Alle regressiemodellen voor beide regressies zijn significant tot op 1%, wat duidt op een goede voorspeller aan de hand van de gebruikte variabelen. De Pseudo R² gaat van 0,123 tot 0,515 en verklaart de variantie in de afhankelijke variabele die voorspelt wordt door de onafhankelijke variabelen (Pallant, 2016).

In het algemeen kan gesteld worden dat de resultaten van de regressiemodellen voor een schuldinitiatie bij ondernemingen minder significant zijn dan bij de regressiemodellen voor het volgen van een 'zero-leverage' beleid. Desondanks zijn ook hier significante resultaten om het beleid van een schuldinitiatie te kunnen voorspellen. Het is op te merken dat alle regressiemodellen een goede indicator zijn voor het voorspellen waarom bedrijven schulden zullen vervatten in de kapitaalstructuur.

Allereerst is op te merken dat bedrijven groter en meer materiële vaste activa in bezit hebben bij een schuldinitiatie dan ondernemingen met een conservatief schuldbeleid. Beide variabelen zijn in elk regressiemodel significant en tonen een positieve waarde. Voor de variabele van materiële vaste activa is er zelfs een vrij hoge waarde vast te stellen, wat de hypothese van de financiële beperkingen terug sterk naar voren schuift als dominante theorie. Opnieuw er is voor leeftijd geen sluitend bewijs te constateren. In de modellen waar alle variabelen mee worden genomen, blijkt dat de bedrijven die een schuldinitiatie aangaan, groter zijn (met in tabel 4 zelfs een significante waarde tot op 5%) dan de 'zero-leverage' bedrijven. Echter, in alle overige modellen is er een significant negatieve waarde te zien. Dit duidt dan weer op het feit dat de 'zero-leverage' bedrijven in het algemeen groter zijn dan de bedrijven die in een bepaald jaar kiezen voor een schuldbeleid. Deze resultaten liggen in dezelfde lijn als de resultaten van het volgen van een 'zero-leverage' beleid.

Voor de financiële flexibiliteitstheorie is er geen bewijs dat groeimogelijkheden voor de bedrijven een impact heeft op de kapitaalstructuurkeuze. Omwille van de vele data die niet beschikbaar is voor de groeimogelijkheden, wordt er geopteerd om deze in volgende regressiemodellen weg te laten. Wat opvalt, is dat de toekomstige investeringen een significant positieve waarde hebben (enkel in kolommen (1), (4) en (7) zijn zij insignificant). Bigelli et al. (2014) vond voor de switch van een conservatief naar een niet-conservatief schuldbeleid een negatieve waarde voor toekomstige investeringen, al is de waarde insignificant. Ook voor de cash flow variabele is er een onverwachte waarde. Het lijkt dat bedrijven die een schuldinitiatie starten, meer cash opstapelen in het jaar van schuldinitiatie dan de 'zero-leverage' bedrijven doen. Een mogelijke verklaring is dat wanneer bedrijven de keuze maken om toekomstige investeringen te doen, zij meer cash trachten te bewaren én extern vermogen proberen te incorporeren in de kapitaalstructuur voor de financiering van die latere investeringen.

De winstgevendheid van bedrijven in het jaar van schuldinitiatie is zoals verwacht negatief en significant van waarde in de regressiemodellen. Omwille van multicollineariteit wordt de variabele in enkele regressiemodellen weggelaten.¹⁵ Voor dividenden zien we een positieve relatie die in de meerderheid van de regressies significant is. Dang (2013) vond echter geen specifiek bewijs voor de

¹⁵ Ook de variabele grootte en operationele cash flow zijn afzonderlijk uit de regressiemodellen gelaten, maar toonden zeer gelijkaardige resultaten met het weglaten van winstgevendheid.

uitbetaling van dividenden. Dit fenomeen is ook terug te vinden in tabel 5, waar dividenden in het jaar van de schuldinitiatie een positieve waarde aanneemt en impliceert dat er meer dividenden worden uitgekeerd aan de aandeelhouders in het jaar van schuldinitiatie.

Voor de statische trade-off theorie is er absoluut geen bewijs. Beide variabelen zijn zo goed als altijd insignificant en hebben slechts een zeer kleine impact op een switch van een conservatief naar een niet-conservatief beleid. De belastingen en het risico dat bedrijven met zich meedragen, lijken zo goed als geen invloed uit te oefenen op de kapitaalstructuurkeuze bij Belgische KMO's, een fenomeen dat in elke analyse is terug te vinden.

Tabel 8: Correlatie matrix van bedrijven met schuldinitiatie ten aanzien van 'zero-leverage' bedrijven

De tabel rapporteert alle Pearson correlatie coëfficiënten tussen de dummyvariabele van bedrijven die een schuldinitiatie doen in een bepaald jaar en de 'zero-leverage' bedrijven die geselecteerd zijn op jaartal, sector en grootte. Met behulp van 'Casewise listing' in de logistische regressie werden de extreme waarden uit de dataverzameling gehaald (alle waarden groter dan 2 maal de standaardafwijking van de 'residuals') (Sarkar et al., 2011). *,** en *** staan respectievelijk voor een significantieniveau van 10%, 5% en 1%.

	'Schuldinitiatie' dummy	Grootte (log)	Leeftijd (log)	Materiële vaste activa/TA	Groeimogelijk- heden/TA	Toekomstige investerings/T A	Cash Flow/TA	Winstgevendh eid/TA	Dividenden/T A	Risico
Grootte (log)	0,124***									
Leeftijd (log)	-0,111***	-0,091***								
Materiële vaste activa/TA	0,203***	0,093***	-0,024***							
Groeimogelijkheden/TA	-0,003	0,004	-0,011	0,007						
Toekomstige investerings/TA	0,090***	0,578***	-0,009*	0,082***	0,001					
Cash Flow/TA	-0,015***	0,178***	0,003	-0,122	-0,002	0,062***				
Winstgevendheid/TA	-0,015***	-0,204***	0,014***	-0,020***	0,000	-0,171***	-0,027***			
Dividenden/TA	0,018***	-0,144***	0,001	0,027***	0,001	-0,070***	-0,502***	0,009*		
Risico	-0,002	0,000	0,012**	-0,003	0,001	0,001	0,007	0,000	-0,002	
Effectieve belastingratio	-0,004	-0,001	-0,001	0,000	0,001	0,000	0,002	-0,007	0,000	0,000

Tabel 9: Logistische regressies voor de implementatie van schulden in de onderneming ten aanzien van 'zero-leverage' bedrijven

Deze tabel toont de logistische regressies ten aanzien van 'zero-leverage' bedrijven. De afhankelijke variabele 'zero-leverage' is een dummy variabele die '1' aanneemt indien het bedrijf schulden bezit in het jaar volgend op een 'zero-leverage' beleid, en '0' voor de 'zero-leverage' bedrijven. Deel (A), (B) en (C) zijn zoals uitgelegd in Tabel 7. *,** en *** staan respectievelijk voor een significantieniveau van 10%, 5% en 1%.

	Logistische regressie			Logistische regressie met vaste effecten (jaar)			Logistische regressie met vaste effecten (sector)		
	(A)			(B)			(C)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Financiële beperkingen									
ΔGrootte (log)	2,418***	2,530***	2,914***	2,395***	2,538***	2,876***	2,594***	2,597***	2,926***
ΔLeeftijd (log)	0,097	-0,420***	-0,451***	0,287**	-0,208**	-0,228***	0,047	-0,426***	-0,448***
ΔMateriële vaste activa/TA	5,408***	7,183***	7,290***	5,459***	7,077***	7,163***	5,134***	7,139***	7,216***
Financiële flexibiliteit									
ΔGroeimogelijkheden/TA	-0,020	-	-	-0,022	-	-	-0,018	-	-
ΔToekomstige investeringen/TA	0,050	0,142**	0,151***	0,057	0,146***	0,152**	0,040	0,146**	0,152***
ΔOperationele Cash Flow/TA	0,045	0,179***	0,191***	0,054	0,119**	0,131**	0,055	0,184***	0,194***
Pecking order									
ΔWinstgevendheid/TA	-0,384	-0,623***	-	-0,404	-0,538***	-	-0,161	-0,512***	-
ΔOperationele Cash Flow/TA	0,045	0,179***	0,191***	0,054	0,119**	0,131**	0,055	0,184***	0,194***
ΔDividenden/TA	0,219	0,508***	0,539***	0,136	0,237**	0,264**	0,219	0,518***	0,545***
Trade-off									
ΔRisico	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000*	0,000*	0,000	0,000	0,000
ΔEffectieve belastingratio	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Chi²	234,906*	1573,188***	1551,741***	668,701***	2785,435***	2770,021***	321,089***	1644,570***	1629,393***
	**								
Pseudo R²	0,053	0,125	0,124	0,146	0,216	0,214	0,072	0,131	0,130

10 Robuustheidstest

De bevindingen van de verschillende robuustheidstesten worden in deze sectie toegelicht. De eerste stap in de robuustheidstesten was het testen van een minder conservatieve definitie van 'zero-leverage'. De definitie werd aangepast zodat een bedrijf geclassificeerd wordt als 'zero-leverage' indien het minder dan 5% van de totale passivazijde als financiële schulden heeft uitstaan. De grens van 5% is gekozen omdat de impact van financiële schulden op de kapitaalstructuur dermate klein zal zijn dat bedrijven ook als financieel conservatief gezien kunnen worden (V. A. Dang, 2013; Goldstein, Ju, & Leland, 2001)

De resultaten van deze test tonen resultaten die gelijkaardig zijn aan de resultaten uit dit onderzoek. De frequentie en consistentie van bedrijven met minder dan 5% financiële schulden kent ook een continue stijging van 2010 tot en met 2018 met een toename elk jaar. Daarenboven zijn voor de univariate en multivariate analyse gelijkaardige conclusies te trekken. Leeftijd blijkt echter wel significanter te zijn in de modellen en volgt de literatuur dat 'zero-leverage' bedrijven jonger zijn.

De variabele cash flow is op verschillende manieren berekend en verwerkt in de modellen. Voor de variabele gebruikt zoals in de meeste literatuur (Bigelli et al., 2014; V. A. Dang, 2013) was er een hoge correlatie met winstgevendheid en waren de resultaten significant verschillend. Daaruit volgt dat de definitie en berekening van de cash flow variabele een sterke impact heeft op de resultaten van het onderzoek.

11 Conclusie

Deze masterproef onderzoekt waarom een groot aantal bedrijven enerzijds een beleid zonder schulden aangaat en anderzijds deze bedrijven na een bepaalde tijd van dit beleid afstappen. Het stijgende percentage van 'zero-leverage' bedrijven is een internationale tendens die ook in België aanwezig is. Net zoals in de studies van onder andere Strebulaev et al. (2013) en Bessler et al. (2013) is ook in België een consistente stijging te zien van het aantal 'zero-leverage' bedrijven voor de periode van 2010 tot 2018.

Aan de hand van de vier grote theorieën over de kapitaalstructuur en bijhorende variabelen is de werkwijze van Devos et al. (2012) gehanteerd. Ondernemingen die een conservatief schuldbeleid volgen in België lijken kleiner te zijn met minder materieel vast actief op de balans. Dit wijst op een sterke indicator van de financiële beperkingshypothese en bevestigt de eerste hypothese van het onderzoek. Bedrijven met minder onderpand hebben minder toegang tot schuldfinanciering en zijn meer op de interne middelen aangewezen.

Verder is er gedeeltelijk bewijs voor zowel de pecking order theorie als de theorie van de financiële flexibiliteit. 'Zero-leverage' bedrijven genereren algemeen meer cash dan gelijkaardige bedrijven met schulden. Ten slotte is er geen enkel bewijs dat de statische trade-off theorie een significante rol speelt voor het doorgronden van de 'zero-leverage' puzzel.

De financiële beperkingshypothese wordt verder bevestigd in de analyses van de overschakeling naar een beleid mét financiële schulden waar een onderbouwing voor de tweede hypothese is. De verwerving van meer materiële activa en het uitbreiden van het totaal aan activa doen bedrijven overstappen op een beleid met schuldfinanciering. De theorie van de financiële flexibiliteit lijkt slechts

gedeeltelijk op te gaan. Daar waar bedrijven in het jaar van de initiatie minder cash flow genereren dan het voorafgaande jaar, blijkt wel dat schuldinitiatiebedrijven meer cash flow genereren dan de 'zero-leverage' bedrijven doen in het jaar van de initiatie.

Er is verder ook slechts gedeeltelijk bewijs voor de pecking order theorie, waar enkel te zien is dat er minder winsten gemaakt worden door de ondernemingen die overstappen naar een niet-conservatief schuldbeleid. De resultaten van de cash flow zijn verder niet sluitend om aan te tonen dat de interne middelen zodanig verminderen dat er naar schulden overgeschakeld moet worden. Opnieuw is er absoluut geen bewijs voor de trade-off theorie voor het verklaren waarom bedrijven schulden in de kapitaalstructuur initiëren.

12 Beperkingen in het onderzoek

De keuze van de definitie van 'schulden' is een eerste punt voor discussie. Schulden worden in dit onderzoek gezien als alle financiële schulden op lange termijn, de schulden op lange termijn die binnen het jaar vervallen en de korte termijn financiële schulden. Uiteraard bestaat de schuldenbalans van een onderneming uit meer dan alleen deze rubrieken. De keuze is gebaseerd op voorgaand onderzoek, maar kan nog steeds gezien worden als een subjectieve keuze en is dus voor discussie vatbaar.

Een tweede beperking is de hantering van de Europese KMO-definitie. Aangezien een van de criteria omzet is en, zoals eerder vermeld, kleine bedrijven omzet niet verplicht moeten publiceren, is de controle van deze criteria niet altijd mogelijk. De kans bestaat dat enkele bedrijven opgenomen zijn die niet voldoen aan de Europese KMO-definitie door afwezige informatie.

De Bel-First databank heeft verder ook veel ontbrekende gegevens. Dit zorgt voor een aantal beperkingen in het onderzoek, zoals het gebruik van de variabele 'groei', waarbij de omzet van bedrijven nodig is om de variabele te berekenen.¹⁶

13 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Om verder onderzoek te verrichten, is het aangewezen om te kijken naar een andere definitie voor 'zero-leverage' en eventueel een andere definitie voor schulden. In de robuustheidstesten is dit deels gebeurd, maar een grondige analyse van de definities zou een toegevoegde waarde kunnen bieden in het onderzoek naar de 'zero-leverage' puzzel.

Een andere aanbeveling is om vergelijkende studies uit te voeren aan de hand van andere variabelen. In dit onderzoek is een selectie van variabelen gemaakt om de theorieën te beschrijven. Een nieuw inzicht in de variabelen zou de kwaliteit van het onderzoek verder kunnen versterken. Verder zou er gewerkt kunnen worden met een opdeling van bedrijven aan de hand van de grootte van onderneming om een duidelijker beeld te krijgen van het beleid bij de KMO's met verschillende grootten. De Europese KMO-definitie is vrij ruim waardoor ook aanzienlijk grote bedrijven mee in de dataverzameling komen. Daarom kan een andere definitie voor 'KMO' aangewezen zijn voor verder onderzoek.

¹⁶ Een mogelijk alternatief was de keuze voor de brutomarge in plaats van de omzet. In dit onderzoek is hier niet verder op ingegaan omdat de brutomarge consistent lager is dan de omzet en een geheel ander kerncijfer is dan de omzet.

De uiteindelijke data levert een bepaalde mate van zekerheid op waarom bedrijven nu dergelijk conservatief beleid volgen, maar ook waarom zij er van afstappen. Buiten de kwantitatieve onderzoeken lijkt ook een kwalitatief onderzoek aangewezen waar bedrijven zelf aangeven waarom zij al dan niet voor een 'zero-leverage' beleid kiezen. Dit kan extra relevante informatie met zich mee brengen om de 'zero-leverage' puzzel nog beter te doorgronden.

Tot slot is het aangewezen verder in te gaan op de vier afzonderlijke theorieën die zijn aangehaald. Elk van deze theorieën zal een bepaalde voorspelling kunnen doen over een 'zero-leverage' beleid. De vier grote theorieën nog meer in detail bestuderen en toepassen in het onderzoek naar 'zero-leverage' kan een grote toegevoegde waarde betekenen voor verder onderzoek.

14 Bibliografie

- Adair, P., Adaskou, M., & McMillan, D. (2015). Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs. *Cogent Economics & Finance*, 3(1). doi:10.1080/23322039.2015.1006477
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460. doi:10.1093/rfs/hhm019
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Wuh Lin, J. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, LV(1), 26.
- Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2013). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(2), 211-250. doi:10.1007/s11156-012-0340-x
- Arslan, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2006). The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market. *Emerging Markets Review*, 7(4), 320-338.
- Bagella, M., Becchetti, L., & Caggese, A. (2001). Financial constraints on investments: A three-pillar approach. *Research in Economics*, 55(2), 219-254. doi:10.1006/reec.2000.0249
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To? *The Journal of finance (New York)*, 64(5), 1985-2021. doi:10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x
- Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R., & Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196-221. doi:10.1016/j.jcorpfin.2013.08.004
- 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:10.1016/j.jbusres.2014.02.009
- Bonaimé, A. A., Hankins, K. W., & Harford, J. (2014). Financial Flexibility, Risk Management, and Payout Choice. *Review of Financial Studies*, 27(4), 1074-1101. doi:10.1093/rfs/hht045
- Brav, O. (2009). Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm. *The Journal of Finance*, 64(1), 46.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2018). *Fundamentals of Corporate Finance* (Vol. 9): McGraw-Hill Education.
- Bruskeland, F., & Johansen C.C., A. (2013). *The Zero Leverage Mystery: an empirical study of Norwegian firms*. Norwegian School of Economics,
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470-487. doi:10.1016/j.jfineco.2010.02.009
- Clemente-Almendros, J. A., & Sogorb-Mira, F. (2018). Costs of debt, tax benefits and a new measure of non-debt tax shields: examining debt conservatism in Spanish listed firms. *Revista de Contabilidad*, 21(2), 162-175. doi:10.1016/j.rcsar.2018.05.001
- Comeig, I., Fernández-Blanco, M. O., & Ramírez, F. (2015). Information acquisition in SME's relationship lending and the cost of loans. *Journal of Business Research*, 68(7), 1650-1652. doi:10.1016/j.jbusres.2015.02.012
- Verordening (EU) nr. 651/2014 van de Commissie van 17 juni 2014 waarbij bepaalde categorieën steun op grond van de artikelen 107 en 108 van het Verdrag met de interne markt verenigbaar worden verklaard, (2014).
- Cools, H., Debruyne, E., Hugelier, S., Ruysschaert, S., & Van Kerckhove, W. (2018). *Praktisch belastingrecht: VAN IN*.
- Dang, V. (2009). *An empirical analysis of zero-leverage and ultra-low leverage firms: Some UK Evidence*. University of Manchester, (584)

- Dang, V. A. (2013). An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30, 189-202. doi:10.1016/j.irfa.2013.08.007
- De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2012). Does financial flexibility reduce investment distortions. *The Journal of Financial Research*, 35(2), 17.
- Denis, D. J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 667-674. doi:10.1016/j.jcorpfin.2011.03.006
- Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M., & Krishnamurthy, S. (2012). Why are firms unlevered? *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 664-682. doi:10.1016/j.jcorpfin.2012.03.003
- Diamond W., D. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, 36.
- Drobetz, W., Janzen, M., & Meier, I. (2019). Investment and financing decisions of private and public firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(1-2), 225-262. doi:10.1111/jbfa.12367
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Zheng, X. (2014). Zero-leverage Puzzle: An International Comparison. *Review of Finance*, 52.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 22.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 34.
- Faulkender, M., Flannery, M. J., Hankins, K. W., & Smith, J. M. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 632-646. doi:10.1016/j.jfineco.2011.10.013
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, LXI(4), 34.
- Ferrão, J., Curto, J. D., & Gama, A. P. (2016). Low-leverage policy dynamics: an empirical analysis. *Review of Accounting and Finance*, 15(4), 463-483. doi:10.1108/raf-09-2015-0135
- Ghazouani, T. (2013). The Capital Structure through the Trade-Off Theory: Evidence from Tunisian Firm. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), 12.
- Goldstein, R., Ju, N., & Leland, H. (2001). An EBIT-Based Model of Dynamic Capital Structure. *Journal of Business*, 74(4), 31.
- Graham, J. R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? *The Journal of Finance*, LV(5), 41.
- Haddad, K., & Lotfaliei. (2019). Trade-off theory and zero leverage. *Finance Research Letters*, 31, 6. doi:<https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.04.011>
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index. *Review of Financial Studies*, 23(5), 1909-1940. doi:10.1093/rfs/hhq009
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 59.
- Hosmer, D. W., Lemeshow, S., Sturdivant, R. X., & Hosmer, D. W., Jr. (2013). *Applied Logistic Regression*. New York, UNITED STATES: John Wiley & Sons, Incorporated.
- Jarallah, S., Saleh, A. S., & Salim, R. (2019). Examining pecking order versus trade-off theories of capital structure: New evidence from Japanese firms. *International Journal of Finance & Economics*, 24(1), 204-211. doi:10.1002/ijfe.1657
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 8.
- Kim, C., & Bettis, R. A. (2014). Cash is surprisingly valuable as a strategic asset. *Strategic Management Journal*, 35(13), 2053-2063. doi:10.1002/smj.2205
- Lian, Y., Sepehri, M., & Foley, M. (2011). Corporate cash holdings and financial crisis: An empirical study of Chinese companies. *Eurasian Business Review*, 1(2), 13. doi:10.14208/BF03353801
- López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 20. doi:<https://doi.org/10.1007/s11187-007-9088-4>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 38.
- Moon, G., Lee, H., & Waggle, D. (2014). The effect of debt capacity on the long-term stock returns of debt-free firms. *Applied Economics*, 47(4), 333-345. doi:10.1080/00036846.2014.959655
- Murray, K. Z., & Vidhan, G. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 32.
- Pallant, J. (2016). *SPSS Survival manual* (6 ed.). Berkshire, Englan: McGraw-Hill Education.
- Richardson, J. T. E. (2011). Eta squared and partial eta squared as measures of effect size in educational research. *Educational Research Review*, 6(2), 135-147. doi:10.1016/j.edurev.2010.12.001
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrniotis, K. X. (2001). CAPITAL STRUCTURE DECISION MAKING A MODEL FOR FAMILY BUSINESS. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 26.
- Sarkar, S. K., Midi, H., & Rana, S. (2011). Detection of Outliers and Influential Observations in Binary Logistic Regression: An Empirical Study. *Journal of Applied Sciences*, 11(1), 10. doi:10.3923/jas.2011.26.35

- Singh, M., & Davidson Iii, W. N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. *Journal of Banking & Finance*, 27(5), 793-816. doi:10.1016/s0378-4266(01)00260-6
- Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009). Collateral and Credit Rationing: A Review of Recent Empirical Studies as a Guide for Future Research. *Journal of Economic Surveys*, 23(5), 924-946. doi:10.1111/j.1467-6419.2009.00587.x
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 19.
- Strebulaev, I. A. (2007). Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? *The Journal of Finance*, LXII(4), 41.
- Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1-23. doi:10.1016/j.jfineco.2013.02.001
- Tong, G., & Green, C. J. (2005). Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied Economics*, 37(19), 2179-2189. doi:10.1080/00036840500319873
- Van Campenhout, G., & Van Caneghem, T. (2011). How did the notional interest deduction affect Belgian SMEs' capital structure? *Small Business Economics*, 40(2), 351-373. doi:10.1007/s11187-011-9364-1
- Van De Wiele, P., & Vandenbussche, H. (1999). De vrijwillige vermelding van de omzet in de jaarrekening volgens het verkort schema. *Tijdschrift voor Economie en Management*, XLIV(2), 27.
- Versonnen, A., & Pauwels, P. (2011). *NACE-BEL 2008 Economische activiteiten nomenclatuur*. Brussel: Algemene directie statistiek en economische informatie.
- Wooldridge, J. M. (2009). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. In Vol. 4. (pp. 886).