



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## **Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen**

master in de handelswetenschappen

### ***Masterthesis***

#### ***De kapitaalstructuur en financiering van KMOs***

#### **Arno Beysen**

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

#### **PROMOTOR :**

dr. Katrien JANSEN



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

[www.uhasselt.be](http://www.uhasselt.be)  
Universiteit Hasselt  
Campus Hasselt:  
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt  
Campus Diepenbeek:  
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

**2022**  
**2023**



# **Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen**

master in de handelswetenschappen

## ***Masterthesis***

### ***De kapitaalstructuur en financiering van KMOs***

#### **Arno Beysen**

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

#### **PROMOTOR :**

dr. Katrien JANSEN



## Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn masteropleiding Handelswetenschappen - Finance aan de Universiteit van Hasselt. Naast het behalen van dit diploma diende deze masterproef ook als kans om diepgaande kennis te vergaren over het fascinerende onderwerp van de kapitaalstructuur van ondernemingen. Het proces van het schrijven van deze masterproef was een buitengewoon leerzame ervaring, waarbij de vaardigheden en kennis die ik gedurende mijn hele opleiding heb opgedaan van onschatbare waarde bleken te zijn.

Graag wil ik mijn oprechte dank uitspreken aan mijn promotor, dr. Katrien Jansen, voor haar voortdurende begeleiding en ondersteuning gedurende het gehele traject van deze masterproef. Haar constructieve kritiek en waardevolle inzichten hebben deze masterproef naar een hoger niveau getild.



## Samenvatting

Het bekomen van een optimale kapitaalstructuur is reeds decennialang een intrigerend vraagstuk dat de interesse wekt van diverse belanghebbenden, waaronder ondernemers en academici. Het bepalen van de kapitaalstructuur betreft een gecompliceerd, doch van essentieel belang zijnde facet binnen het domein van bedrijfsfinanciering. Talloze academische studies hebben inmiddels geprobeerd inzichten te verkrijgen in welke financieringsbeslissingen leiden tot waardemaximalisatie. Modigliani en Miller worden beschouwd als de grondleggers van de bedrijfsfinanciering in de moderne zin. In hun werk hebben zij nadrukkelijk betoogd dat verschillende financieringsbeslissingen geen gunstig effect hebben op de waarde van de aandeelhouders, waardoor de relevantie van de kapitaalstructuur wordt betwist. In de nasleep van hun grensverleggende onderzoek zijn in de daaropvolgende jaren verscheidene theorieën betreffende kapitaalstructuur ontwikkeld. Tot de voornaamste theorieën behoren de agency theory, zoals uiteengezet door Jensen en Meckling (1976), de pecking order theory, geïntroduceerd door Myers (1984), en de trade-off theory, ontwikkeld door Kraus en Litzenberger (1973).

De fundamentele grondslag van deze studie betreft het verkrijgen van inzichten in welke kapitaalstructuur de meeste verklaringskracht heeft binnen de context van Belgische kleine en middelgrote ondernemingen. Dit zal worden bewerkstelligd door middel van een grondige analyse uitgevoerd van de prestatiegegevens van een steekproef bestaande uit zorgvuldig geselecteerde Belgische KMO's, met een totaal van 13.135 bedrijven, gedurende een tijdspanne van vijf jaar. Met behulp van een rigoureuze panel data-analyse zijn vier hypothesen systematisch onderworpen aan empirische verificatie teneinde de centrale onderzoeksvraag adequaat te beantwoorden. De vier vooropgestelde hypothesen ondergaan een gedegen empirische beoordeling met als streven de aannames van de trade-off theory en de pecking order theory kritisch te analyseren en te valideren.

Binnen het kader van de eerste hypothese wordt een grondige analyse uitgevoerd waarbij zowel de ondernemingsgrootte als de mate van langlopende schuldverplichtingen nauwgezet worden bestudeerd. De resultaten van voorgenoemde beschouwing manifesteren een overeenstemming met de empirische bevindingen zoals gereflecteerd worden in de gevestigde literatuur. Allereerst bekrachtigt de voornoemde propositie het perspectief van de pecking order theory van Myers (1984), waarbij wordt vastgesteld dat langlopende schuldfinanciering in de regel ontoereikend is voor kleinere ondernemingen. Bijgevolg worden kleinere ondernemingen geconfronteerd met de noodzaak om alternatieve opties te exploreren binnen de pecking order. Daarenboven vertonen de empirische bevindingen eveneens overeenkomsten met de proposities van de trade-off theory, zoals uiteengezet door Modigliani en Miller (1958). Het betreffende theoretische raamwerk suggereert de aanwezigheid van zowel voordelen als nadelen in verband met schuldfinanciering. In overeenstemming met deze theorie presenteren Ang et al. (1982) bevindingen die wijzen op een verhoogde kwetsbaarheid van kleinere ondernemingen ten aanzien van directe faillissementskosten in tijden van een neerwaartse beweging van de economische waarde.

De tweede hypothese impliceert de veronderstelling dat er een positieve correlatie aanwezig is tussen de samenstelling van de activastructuur en de lange termijn schuldgraad. De empirische bevindingen die voortvloeien uit de analyse bevestigen wederom de trade-off theorie en de pecking order theory. Modigliani en Miller (1963) presenteren in de trade-off theorie een theoretisch raamwerk waarin zij betogen dat er een positieve causale relatie bestaat tussen onderpand en leverage. De aanwezigheid van een substantiële portefeuille aan tastbare en generieke activa biedt een essentieel waarborgmechanisme voor de kredietverstrekker. Potentiële risico's verbonden aan het onvermogen van de schuldenaar om aan zijn verplichtingen te voldoen, worden namelijk aanzienlijk verminderd. Als gevolg van de aanwezigheid van onderpand wordt het vertrouwen in de kredietnemer dusdanig versterkt dat kredietverstrekkers geneigd zijn om een verhoogd niveau van leverage toe te staan. Binnen het theoretische kader van de pecking order theory wordt gesteld dat onderpand fungeert als een mechanisme dat de problemen omtrent asymmetrische informatie beperkt. Bijgevolg ontstaat er een causaal verband dat een positieve relatie aantoont tussen onderpand en lange termijn schuldfinanciering.

Hypothese drie presenteert de veronderstelling van een verband tussen de rendabiliteit van kleine tot middelgrote ondernemingen en hun lange termijn schuldgraad. De empirische bevindingen die voortvloeien uit de analyse ondersteunen de bevindingen van de pecking order theory. Volgens de pecking order theory, zoals geformuleerd door Myers (1984), is er een negatieve relatie te bemerken tussen rendabiliteit en schuldfinanciering. Deze theorie beredeneert dat ondernemers de neiging hebben om interne financieringsbronnen te verkiezen boven externe financiering. De grondslag hiertoe heeft betrekking op de informatieasymmetrie en de kosten die gepaard gaan met het aantrekken van externe financiering. Een hogere rendabiliteit duidt op een sterkere capaciteit om intern gegenereerde middelen aan te wenden. Dit leidt ertoe dat de afhankelijkheid van schuldfinanciering wordt verminderd en de behoefte aan externe financiering afneemt.

Als afsluiting wordt er in hypothese vier nagegaan of er mogelijkwijs een relatie te bemerken valt tussen de leeftijd van een onderneming en de lange termijn schuldgraad. Evenals de andere drie hypothesen, wordt de vierde hypothese niet weerlegd. De empirische resultaten van de steekproef tonen namelijk een statistisch significant negatief verband aan tussen de leeftijd van een onderneming en haar voorkeur voor lange termijn schuldfinanciering. Deze hypothese vertoont wederom consistentie met de pecking order theory van Myers (1984). Deze theoretische benadering suggereert namelijk dat ondernemingen financiële beslissingen nemen volgens een bepaalde pecking order. Gegeven het feit dat jonge ondernemingen doorgaans beperkte interne middelen hebben opgebouwd, zijn ze gedwongen om te beroepen op externe financieringsbronnen. Oudere ondernemingen, daarentegen, hebben doorgaans de mogelijkheid gehad om interne financiële reserves te accumuleren, waardoor ze deze kunnen aanwenden in gevallen ze een behoefte hebben aan financiële middelen.

Gebaseerd op de resulterende bevindingen, kan geconcludeerd worden dat zowel de pecking order theory als de trade-off theory een substantiële verklaringskracht hebben binnen het complexe en dynamische landschap van Belgische KMO's. De trade-off theory werpt licht op de rationale achter specifieke financieringsbeslissingen, waarbij ondernemingen zorgvuldig afwegingen maken tussen

de potentiële voordelen en nadelen die verbonden zijn aan verschillende financieringsalternatieven. Daarnaast verschaft de pecking order theory diepgaand inzicht in de fundamentele redenen waarom KMO's de voorkeur geven aan bepaalde financieringsvormen boven andere, waarbij de nadruk ligt op het benutten van interne financiële bronnen als eerste keuze boven externe mogelijkheden. De synergie tussen deze theoretische perspectieven resulteert in een coherente en holistische verklaring van de complexe financieringsstrategieën die worden nagestreefd door KMO's in het Belgische zakelijke ecosysteem.

De navolgende paragraaf belicht de beperkingen van deze studie. De inzet van een willekeurige steekproef impliceert inherent het gevaar van selectiebias en een beperkte representativiteit. Evenzo valt te vermelden dat enkel ondernemingen werden geïncorporeerd in de steekproef die alle relevante gegevens ter beschikking stelden voor deze onderzoeksanalyse, waardoor een zekere vertekening in de verzamelde gegevens niet uitgesloten kan worden. Verder dient opgemerkt te worden dat de economische omgeving een dynamisch karakter kent en onderhevig is aan veranderingen. In aanmerking nemende dat slechts vijf boekjaren zijn betrokken bij de analyse, kan de generaliseerbaarheid van de resultaten enigszins beperkt zijn.

Ten slotte worden aanbevelingen voor toekomstig onderzoek geëvalueerd. Een interessante invalshoek voor vervolgonderzoek zou kunnen zijn om een soortgelijke studie uit te voeren waarin recentere kapitaalstructuurtheorieën, zoals de organisatietheorie van Myers (1994) die aandacht schenkt aan meervoudige belanghebbenden, als theoretisch kader fungeren. Bovendien kan het waardevol zijn om een vergelijkende studie te verrichten waarin de pecking order theorie wordt vergeleken tussen KMO's en grootschalige ondernemingen. Een dergelijk onderzoekstraject biedt inzicht in de inherente asymmetrische informatiestructuren die gepaard gaan met verschillende bedrijfstypen.





# Inhoudsopgave

1.	INLEIDING .....	9
2.	CENTRALE ONDERZOEKSVRAAG EN DEELVRAGEN .....	11
3.	LITERATUURSTUDIE .....	13
3.1.	FINANCIERINGSVORMEN.....	13
3.1.1.	Kapitaalfinanciering .....	13
3.1.2.	Schuldfinanciering .....	14
3.1.3.	Alternatieve financieringsbronnen .....	17
3.2.	KAPITAALSTRUCTUURTHEORIEËN .....	19
3.2.1.	Irrelevance theory .....	19
3.2.2.	Trade-off theory .....	20
3.2.3.	Pecking order theory.....	21
3.3.	BEDRIJFSSPECIFIEKE KENMERKEN .....	22
3.3.1.	Omvang .....	22
3.3.2.	Activastructuur.....	23
3.3.3.	Winstgevendheid .....	23
3.3.4.	Risico.....	24
3.3.5.	Leeftijd .....	24
3.3.6.	Groei .....	24
4.	HYPOTHESE.....	27
5.	METHODOLOGIE .....	29
5.1.	DATAVERZAMELING .....	29
5.2.	ONDERZOEKSVARIABLEN.....	30
5.2.1.	Afhankelijke variabelen .....	30
5.2.2.	Onafhankelijke variabelen.....	31
5.2.3.	Controlevariabelen.....	32
6.	RESULTATEN .....	35
6.1.	BESCHRIJVENDE ANALYSE .....	35
6.2.	TOETSEN VAN HYPOTHESEN .....	42
6.2.1.	Model 1 .....	42
6.2.2.	Model 2 .....	43
6.2.3.	Model 3 .....	44
6.2.4.	Model 4 .....	44
7.	CONCLUSIE .....	45
8.	BRONNENLIJST .....	49
9.	BIJLAGEN.....	57



# 1. Inleiding

Deze masterproef betreft een onderzoek naar de kapitaalstructuur van kleine en middelgrote ondernemingen (KMO's). KMO's oefenen een noemenswaardige invloed uit op de economische activiteiten van een land en worden bijgevolg aanzien als de drijvende kracht achter een economie (Radisic, Todorovic en Mirkovic, 2017). Wanneer het Belgische ondernemerslandschap onder de loep wordt genomen, is een sterke vertegenwoordiging van KMO's duidelijk te bemerken. In het kader van de Small Business Act geeft de Europese Commissie jaarlijks het belang van KMO's weer. Hieruit blijkt dat maar liefst 99,8% van de Belgische ondernemingen voldoet aan de voorwaarden om geclassificeerd te worden als KMO. Daarenboven zorgen ze, in België, voor 65,3% van de totale werkgelegenheid, en zijn ze verantwoordelijk voor 60,9% van de totale toegevoegde waarde (UNIZO, 2021).

KMO's worden reeds decennialang geconfronteerd met een raadsel betreffende de optimale kapitaalstructuur. De kapitaalstructuur heeft betrekking op de wijze waarop een onderneming zich financiert (Numan en Schreurs, 2021). Ze hebben namelijk behoefte aan financiële middelen met het oog op de financiering van dagelijkse activiteiten, innovatie en investeringsopportuniteiten (Ou en Haynes, 2006). In eerste instantie zullen ondernemingen zich beroepen op kasstromen die ze intern genereren. Echter, zijn voorgenoemde kasstromen doorgaans niet voldoende om aan de kapitaalbehoeften te voorzien (Alemany en Andreoli, 2018). Daarnaast kan een onderneming beroepen op een bijkomende inbreng van de oprichter, en eventuele inbrengen van de zogenaamde drie F's (family, friends and fools) (Alemany en Andreoli, 2018). Desalniettemin, zijn de hiervoor vermelde aanvullende inbrengen in de meeste gevallen niet voldoende (Miglo, 2010). Dit leidt ertoe dat KMO's genoodzaakt zijn om op zoek te gaan naar diverse financieringsvormen. Zo kunnen ze, bijvoorbeeld, een beroep doen op: leverancierskredieten, bankschulden, subsidies, leasing, factoring, venture capitalists, enzovoort (Nistor en Popescu, 2013).

In 2020 werd er, in het kader van een samenwerking tussen de Europese Centrale Bank (ECB) en de Europese Commissie (EC), een rondvraag gedaan met betrekking tot de toegang tot financiering voor KMO's. De bevindingen illustreren dat bijna driekwart van de Belgische KMO's de voorkeur geeft aan bankfinanciering. Eén zesde van de ondervraagden heeft een voorkeur voor niet-bancaire kredieten, zoals overheidssubsidies of leverancierskredieten. Slechts één op twintig KMO's heeft een voorkeur voor financiering middels inbreng van nieuw kapitaal (SAFE EC, 2020).

Met het oog op een beeld te kunnen scheppen waarom bepaalde financieringsbeslissingen gemaakt worden, is het van belang dat de achterliggende motieven in kaart worden gebracht. Binnen de academische literatuur is de toenemende relevantie aangaande de financieringsproblematiek duidelijk te bemerken. Modigliani en Miller (1958) zijn de grondleggers van de moderne kapitaalstructuur. In hun theorie: "the irrelevance theory", gaven ze aan dat de kapitaalstructuur, behoudens er sprake is van een perfecte markt, irrelevant is voor de waarde van een onderneming. De manier waarop een onderneming haar dagelijkse activiteiten, groei en investeringsopportuniteiten financiert, heeft geen invloed op de waarde van de onderneming. Desalniettemin, hebben Modigliani

en Miller in 1963 hun theorie moeten bijstellen door er belastingen aan toe te voegen. Dit is namelijk van belang voor ondernemingen die zich financieren met schulden. Ze kunnen de interesten, die ze op de schuldenfinanciering afdragen, fiscaal in mindering brengen van de vennootschapsbelasting. Ondernemingen die zich uitsluitend financieren met eigen vermogen, daarentegen, genieten geen fiscaal voordeel (Berk, Stanton en Zechner, 2010).

Niettemin, was de assumptie van Modigliani en Miller betreffende de perfecte markt niet realistisch. Dit heeft ertoe geleid dat er alternatieve theorieën, met inachtneming van marktimperfecties, ontwikkeld werden. In 1984 introduceerde Myers de static trade-off theory, waarbij de optimale kapitaalstructuur bereikt wordt door middel van de voordelen van vreemd vermogen af te wegen tegen de nadelen die er aan verbonden zijn. Meer specifiek worden agency costs en faillissementskosten afgewogen tegen de belastingvoordelen die gekoppeld zijn aan schuldfinanciering. Daarenboven introduceerde Myers (1984) tevens de pecking order theory. Deze theorie suggereert dat bedrijven een welbepaalde voorkeur hebben met betrekking tot financiering. Deze voorkeur wordt beïnvloed door de zogenaamde asymmetrische informatie, die aanwezig is tussen bedrijven en potentiële investeerders (Chen en Chen, 2011). De relatieve kost van financiering zal daarom variëren naargelang de verschillende financieringsmogelijkheden (Cassar en Holmes, 2003).

Deze masterproef levert een waardevolle bijdrage aan de bestaande literatuur door aanvullende inzichten te verschaffen met betrekking tot de kapitaalstructuur van Belgische KMO's. Hoewel er reeds onderzoek is uitgevoerd naar de diverse motieven die ten grondslag liggen aan financieringsbeslissingen, is er een lacune in de literatuur met betrekking tot de specifieke Belgische context. Het is daarom van essentieel belang om te onderzoeken of de huidige theoretische kaders empirisch bevestigd kunnen worden in de Belgische context. Door middel van een grondig empirisch onderzoek wordt beoogd om de bestaande literatuur te valideren en nieuwe inzichten te genereren die specifiek van toepassing zijn op Belgische KMO's.

## 2. Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

Overeenkomstig bovenstaande informatie zal deze masterproef zich toespitsen op de kapitaalstructuur van KMO's. Bijgevolg luidt de centrale onderzoeksvraag als volgt:

"Wat beïnvloedt de kapitaalstructuur van kleine tot middelgrote Belgische ondernemingen?"

De eerste stap binnen dit onderzoek heeft betrekking op de afbakening van de potentiële financieringsbronnen. Indien een KMO haar dagelijkse activiteiten, innovatie, of investeringsopportunities tracht te financieren, wordt er geacht een hiërarchie van financieringsbronnen aanwezig te zijn (Myers, 1984). Echter zijn er verschillende voor- en nadelen gekoppeld aan de keuze omtrent een bepaalde financieringsbron (Miglo, 2010). Om dit nader in kaart te brengen, luidt de eerste deelvraag als volgt:

"Wat zijn de potentiële financieringsbronnen en welke voor- en nadelen zijn hieraan gekoppeld?"

Na de afbakening van de financieringsbronnen, wordt er gekeken naar de verschillende theorieën die mogelijk het financieringsgedrag van Belgische KMO's kunnen verklaren. Met andere woorden, er wordt getracht een antwoord te formuleren op de volgende deelvraag:

"Welke theorie heeft de meeste verklarende kracht voor het financieringsgedrag van Belgische KMO's?"

Ten slotte worden de invloeden besproken die eigen zijn aan bepaalde kenmerken van een KMO. Volgens Rajan en Zingales (1995) en Hall et al. (2004) kan de kapitaalstructuur van een onderneming grotendeels verklaard worden door de mate waarin de financieringsbeslissingen gestuurd worden door de eigen kenmerken van de onderneming. Hierbij wordt er verwezen naar de activastructuur, de risicograad van de verschillende soorten schulden en de toenemende kosten van financiële moeilijkheden die verbonden zijn aan vreemd vermogen. De bedoeling is dat er in kaart wordt gebracht welke factoren ertoe leiden dat KMO's bepaalde keuzes maken inzake de afweging tussen vreemd vermogen en eigen vermogen. Bijgevolg luidt de derde deelvraag:

"Hebben bedrijfsspecifieke kenmerken invloed op de kapitaalstructuur?"



## 3. Literatuurstudie

### 3.1. Financieringsvormen

KMO's hebben behoefte aan financiering teneinde hun dagelijkse activiteiten, groei en investeringsopportuniteiten te voorzien van de nodige financiële middelen (Ou en Haynes, 2006). De voorgenoemde financiële middelen kunnen worden onderverdeeld in twee distincte categorieën. De eerste categorie betreft het kapitaal dat intern wordt gegenereerd. Hieronder vallen onder andere de investeringsmeerwaarden, winsten, vermindering van werkkapitaal, enzovoort (Hisrich en Peters, 1994). Echter is het gebleken dat de fondsen die intern worden gegenereerd doorgaans ontoereikend zijn om te voorzien in de behoefte aan financiële middelen (Alemany en Andreoli, 2018). Dit leidt ertoe dat ondernemingen genoodzaakt zijn zich te beroepen op de tweede categorie, namelijk externe financieringsbronnen (Hisrich en Peters, 1994). Dit onderdeel van de literatuurstudie biedt een overzicht van de verschillende financieringsvormen waar KMO's zich op kunnen beroepen.

#### 3.1.1. Kapitaalfinanciering

De eerste categorie van externe financieringsbronnen die wordt behandeld betreft kapitaalfinanciering. Dit is een financieringsvorm waarmee ondernemingen financiële middelen beogen aan te trekken door aandelen te verkopen aan investeerders. In ruil krijgen de voorgenoemde investeerders eigendomsrechten in de onderneming (Ou en Haynes, 2006). Aandelenfinanciering zorgt voor een minimale cash outflow in termen van rente en vergroot daarenboven de geloofwaardigheid van de onderneming door aan de buitenwereld te laten zien dat ze beschikken over financiële deskundigheid (Ou en Haynes, 2006). Desalniettemin worden ondernemingen die zich financieren met aandelenfinanciering over het algemeen als risicovol gepercipieerd (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). Uit een rondvraag, uitgevoerd door de EC en de ECB, kwam naar voren dat slechts één op twintig Belgische KMO's de voorkeur geeft aan kapitaalfinanciering (SAFE EC, 2020). De oorzaak van dit geringe cijfer kan worden toegeschreven aan het feit dat bestaande aandeelhouders een deel van hun zeggenschap moeten afstaan. Dit kan mogelijk resulteren in een afname van de mate van invloed op de onderneming en minder beheersing van de strategie (Nassr en Wehinger, 2016).

De meest voorkomende bronnen van kapitaalfinanciering omvatten business angels, venture capitalists, en crowdfunding. Business angels of angel investors zijn individuen met een groot vermogen die bereid zijn om te investeren in nieuwe ondernemingsopportuniteiten (Mason en Harrison, 2008). Ze spelen een belangrijke rol bij het verschaffen van financiering aan KMO's door, onder andere, leningen te voorzien in vroege stadia's van groei (Sohl, 2012). Desalniettemin is het doorgaans niet eenvoudig een geschikte business angel aan boord te krijgen (Mondal en Shrivastava, 2016). Bovendien voorzien business angels in de meeste gevallen financiële middelen in de vorm van kapitaalfinanciering. Ze anticiperen namelijk op een noemenswaardig rendement door op een bepaald moment uit de onderneming te treden (Elitzur and Gaviols, 2003). Aangezien de meerderheid van de KMO's terughoudend is met betrekking tot het afstaan van zeggenschap,



verkiest slechts een heel klein deel voor financiering die afkomstig is van een business angel (Nassr and Wehinger, 2016).

Venture capitalists vormen een andere belangrijke bron van kapitaal financiering voor ondernemingen. Zij fungeren namelijk als financiële tussenpersonen die fondsen van investeerders toewijzen aan nieuwe en snelgroeiende ondernemingen. Zulke ondernemingen worden doorgaans gekenmerkt door een hoogrisicoprofiel. Dit leidt ertoe dat ze vaak geconfronteerd worden met moeilijkheden aangaande toegang tot kapitaalmarkten (Potter en Proto, 2007). Venture capitalists vergroten de toegang tot financiële middelen en spelen bijgevolg een belangrijke rol inzake de financiering van KMO's (Croce, D'Adda, Ughetto, 2015). Daarenboven staan venture capitalists niet uitsluitend in om te voldoen aan de financieringsnoden van KMO's. Ze ondersteunen KMO's namelijk door middel van verschillende diensten zoals: monitoring, strategische planning en besluitvorming (Sahlman, 1990). Desalniettemin worden venture capitalists blootgesteld aan hoge risico's. Dit leidt ertoe dat ze doorgaans hoge winstverwachtingen vooropstellen (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). Tevens is het niet eenvoudig om financiering te bekomen van een venture capitalist. Ze verkiezen namelijk uitsluitend veelbelovende ondernemingen met hoge rendementsverwachtingen (Kortum en Lerner, 2000). Verder stellen ze voorop dat KMO's over voldoende managementvaardigheden dienen te beschikken. Wanneer dit niet het geval is, is financiering verkrijgen van venture capitalists quasi onmogelijk (Ambrose, 2012).

Wanneer conventionele financieringsbronnen ontoereikend zijn voor KMO's, kunnen ze een beroep doen op het publiek met behulp van crowdfunding. Dit is een vorm van externe financiering waarbij de nodige financiële middelen ter beschikking worden gesteld door een groot aantal individuen (Howe, 2008). In ruil voor de financiële middelen kunnen ondernemingen stemrechten of andere voordelen vooropstellen. Echter komt het evenzeer voor dat er geen vergoeding tegenover staat (Lambert en Schwiendbacher, 2010). De functie van crowdfunding gaat verder dan enkel het verschaffen van kapitaal. Wanneer een organisatie aan crowdfunding doet, zorgt ze voor een bredere verspreiding van informatie, vergroot ze het bewustzijn over haar taken en producten, moedigt ze suggesties aan en krijgt ze bijkomende inzichten betreffende toekomstige commercialisering (Metzler, 2011). Verder leidt financiering door middel van crowdfunding ertoe dat individuen kunnen verkiezen in welk project ze het meeste vertrouwen hebben. Hierdoor liggen de vooropgestelde rendementen doorgaans lager, in vergelijking tot andere financieringsvormen (Kleeman et al. 2008). Daarnaast verliezen KMO's bij crowdfunding niet de controle omdat ze, indien ze aandelen in ruil aanbieden, slechts een klein gedeelte aanbieden (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). Desalniettemin kan crowdfunding ook resulteren in een verkeerde allocatie van financiële middelen of falen van het project, waardoor de financiële middelen verloren kunnen gaan (Strausz, 2017).

### 3.1.2. Schuldfinanciering

Een alternatieve manier waarop ondernemingen de nodige financiële middelen kunnen verwerven, is door te kiezen voor schuldfinanciering. Dit betreft een financieringsmethode waarbij een onderneming een bepaald bedrag ter beschikking gesteld krijgt zonder dat zij hierbij aandeelhouderschap hoeft op te geven of winst moet delen. De onderneming is enkel

verantwoordelijkheid voor het terugbetalen van het gefinancierde bedrag, vermeerderd met een vooraf vastgestelde rente, binnen een vooraf bepaalde periode (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021).

In de context van schuldfinanciering hebben ondernemingen de verplichting om rentebetalingen af te lossen (Modigliani en Miller, 1963). Door het feit dat voorgenoemde rentebetalingen fiscaal aftrekbaar zijn in de vennootschapsbelasting, verkrijgen ondernemingen een belastingvoordeel. Dientengevolge kan een onderneming met hoge rentelasten een relatief groter belastingvoordeel verkrijgen (Modigliani en Miller, 1963).

Bovendien kan schuldfinanciering dienen als doeltreffende alternatief om toekomstige kasstromen aan aandeelhouders uit te keren. Als gevolg van het feit dat het management over de controle beschikt aangaande de toewijzing van voorgenoemde kasstromen, kan dit leiden tot conflicten tussen de belangen van de aandeelhouders en het management. Het management heeft de discretionaire bevoegdheid om beslissingen met betrekking tot kapitaalallocatie, zoals een terugkoop van aandelen of een dividendverhoging, in heroverweging te nemen. Bijgevolg kan dit ongunstige gevolgen hebben voor de aandeelhouderswaarde (Jensen, 1986). Niettemin wanneer het management van een onderneming verkiest voor schuldcreatie in ruil voor aandelen, verbinden ze zich effectief om in de toekomst kasstromen uit te keren (Jensen, 1986). Indien het management in gebreke blijft om de beloften na te komen, kunnen de aandeelhouders van de desbetreffende aandelen het bedrijf voor de rechter dagen. In essentie stimuleert schuldcreatie organisatorische efficiëntie en vermindert het de kans op principal-agent problemen, zoals beschreven in de literatuur door Jensen (1986).

Agency problemen ontstaan wanneer de belangen van de agenten, in dit geval de managers, niet overeenkomen met die van de principaal, in dit geval de aandeelhouders (Jensen en Meckling, 1976). Ten gevolge van het feit dat managers doorgaans over meer of betere informatie beschikken, ook wel asymmetrische informatie genoemd, kan er vrijbuitersgedrag optreden (Jensen en Meckling, 1976). Dit kan bijvoorbeeld resulteren in het exploiteren van bedrijfsmiddelen op een manier die voordelig is voor de managers, maar nadelig is voor de aandeelhouderswaarde (Miller en Le Breton-Miller, 2006).

Niettemin zijn de eerder vermelde argumenten niet van toepassing op KMO's. Het argument met betrekking tot de toewijzing van toekomstige kasstromen is slechts relevant voor bedrijven met lage groeiverwachtingen en hoge kasstromen (Jensen, 1986). Bovendien doen Agency problemen zich vooral voor in ondernemingen waarbij er een duidelijke scheiding is tussen aandeelhouders en managers. In KMO's daarentegen, is er meestal geen duidelijke scheiding aanwezig (Cieply, 1997).

Desalniettemin zijn er verscheidene nadelen verbonden aan schuldfinanciering. Allereerst neemt de waarschijnlijkheid toe dat een onderneming in default terecht komt wanneer ze haar schuldratio verhoogt (Fosberg, 2004). De waarschijnlijkheid met betrekking tot financiële moeilijkheden heeft faillissementskosten tot gevolg. Deze kosten houden verband met de mogelijkheid dat een onderneming in gebreke blijft bij haar financiering (Cassar en Holmes, 2003). De voornaamste kosten die gelinkt kunnen worden aan financiële moeilijkheden zijn: liquidatiekosten, agency kosten, moral

hazard, kosten voor toezicht en aanbestedingen (Cassar en Holmes, 2003; Miglo, 2010). Deze kosten kunnen de waarde van een onderneming aantasten alvorens er sprake is van een faillissement.

Een eerst onderdeel van de faillissementskosten betreffen de liquidatiekosten. Liquidatiekosten hebben betrekking op de waardedaling die tot stand is gekomen als gevolg van de liquidatie van de onderneming (Cassar en Holmes, 2003). Deze liquidatiekosten verminderen de opbrengsten voor de financiers wanneer de onderneming in gebreke blijft bij de financiering (Cassar en Holmes, 2003). Bijgevolg, zullen de financiers *ex ante* rekening houden met het potentiële waardeverlies, en hogere financieringskosten vooropstellen (Miglo, 2010). De hoogte van de kosten is echter afhankelijk van de omvang, en activastructuur van de onderneming (Myers, 1984).

Daarnaast kunnen liquidatiekosten zich voordoen ingeval externe belanghebbenden, die geen krediet verstrekken aan de onderneming, van mening zijn dat er een risico bestaat dat de onderneming in een situatie van wanbetaling terechtkomt (Cassar en Holmes, 2003). Dit kan zich, bijvoorbeeld, voordoen indien klanten verwachten dat de onderneming niet zal kunnen voldoen aan de garantieverplichtingen. Deze klanten zouden dus mogelijks naar concurrenten kunnen overstappen, waarin ze meer vertrouwen in hebben (Miglo, 2010). Bovendien zouden werknemers gedemotiveerd kunnen geraken omdat ze hun toekomst bij de onderneming in vraag stellen. Dit geldt tevens voor leveranciers. Ze zouden terughoudend kunnen worden om betalingsuitstel toe te staan. Al deze gedragingen leiden ertoe dat de waarde van de onderneming erop achteruitgaat (Cassar en Holmes, 2003). Ondernemingen met hoge liquidatiekosten hebben bijgevolg een incentive om hun afhankelijkheid van externe financiering te verminderen (Myers, 1977).

Een additionele vorm van faillissementskosten, waarmee een onderneming geconfronteerd kan worden, zijn de zogenoemde agency kosten. Deze kosten zijn het gevolg van het reeds aangehaalde agency problem. In een context waarin managers optreden als vertegenwoordigers van aandeelhouders, kan er een belangenconflict ontstaan met betrekking tot de toewijzing van overvloedige kasstromen (Jensen en Meckling, 1976). De managers zouden onder meer de kasstromen kunnen toewijzen aan buitensporige hoeveelheden extraatjes of investeren in projecten met een negatieve netto actuele waarde, die tot persoonlijke voordelen opleveren (Fosberg, 2004). Dit heeft tot gevolg dat de aandeelhouderswaarde niet wordt gemaximaliseerd (Jensen en Meckling, 1976). Om dit probleem te ondervangen, kan een onderneming opteren om controlemechanismen te implementeren. Deze mechanismen zorgen ervoor dat afwijkende activiteiten van managers sneller worden opgemerkt en vervolgens beperkt worden (Jensen en Meckling, 1976).

Daarenboven kan een onderneming die gebruik maakt van schuldfinanciering, volgens Jensen en Meckling (1976), geconfronteerd worden met kosten die betrekking hebben op moral hazard. Moral hazard impliceert een situatie waarbij een economische agent een incentive heeft om risicovol gedrag te vertonen, omdat de agent niet direct verantwoordelijk is voor de gevolgen van zijn handelingen. Dit doet zich voornamelijk voor in omstandigheden waarbij de potentiële opbrengsten van een investering significant groter zijn dan de nominale waarde van de schuld (Jensen en Meckling, 1976). Wanneer de investering echter leidt tot een negatieve netto contante waarde, draagt de financiële instelling de gevolgen (Harris en Raviv, 1991). Dit heeft er vervolgens toe geleid dat financiële

instellingen voorzichtiger te werk gaan bij het verstrekken van schuldfinanciering aan ondernemingen (Harris en Raviv, 1991).

Een meest voorkomende vorm van financiering voor ondernemingen, is bankfinanciering (Norton, 2003). Uit een enquête uitgevoerd door de EC en de ECB blijkt dat bijna driekwart van de Belgische KMO's bankfinanciering verkiest (SAFE EC, 2020). Ondanks dat bankfinancieringen als een relatief dure financieringsbron wordt beschouwd, biedt het hoge rendementen voor KMO's. Uit het onderzoek van Keasey en McGuinness (1990) blijkt namelijk dat KMO's beter presteren, wanneer ze zich financieren met bankschulden. De reden hiertoe heeft betrekking op het feit dat ze onder toezicht staan van de desbetreffende bank en bijgevolg hun beslissingen beter afwegen (Keasey en McGuinness, 1990).

Niettemin manifesteert zich een aantal nadelen ten aanzien van bankfinanciering. Als gevolg van de financiële crisis stellen banken strikte voorwaarden voorop indien KMO's een krediet trachten te bekomen (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). Daarenboven is er meestal sprake van informatie asymmetrie, aangezien banken doorgaans over minder informatie beschikken dan de kredietnemers. Banken proberen dit probleem het hoofd te bieden door hogere rentes te hanteren en door langetermijnrelaties voorop te stellen. Het verschijnsel waarbij banken langetermijnrelaties vooropstellen met klanten staat bekend als 'relationship lending' (Petersen en Rajan, 1994).

### 3.1.3. Alternatieve financieringsbronnen

Ten slotte wordt er aandacht besteed aan de alternatieve financieringsbronnen. Hieronder zullen de volgende alternatieve financieringsvormen worden beschreven: love capital, leverancierskrediet, factoring, leasing en subsidies.

Love capital heeft betrekking op bijkomende inbrengen van de bedrijfseigenaar, en eventuele inbrengen van de zogenaamde 'three F's' (family, friends and fools) (Alemany en Andreoli, 2018). Een voordeel dat gelinkt kan worden aan het gebruik van love capital, heeft betrekking op het feit dat de kapitaalverschaffers gebruikelijk akkoord gaan met een lage rente, of in sommige gevallen zelfs zonder rente (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). Niettemin kan deze financieringsvorm een negatieve invloed uitoefenen op de relatie tussen de eigenaar en de familie en/of vrienden (Lee en Persson, 2016). Bovendien is de omvang van deze financiering in het algemeen beperkt. Dit leidt ertoe dat, in de meeste gevallen, de bestuurder van de onderneming op zoek moet gaan naar andere, aanvullende vormen van financiering om te kunnen voldoen aan de financiële behoeften (Alemany en Andreoli, 2018).

Bovendien kan een onderneming gebruik maken van leverancierskredieten om te voorzien in haar financiële behoeften. In het geval dat een onderneming goederen of diensten aanwendt, bieden de meeste leveranciers doorgaans een kleine korting aan indien er contant wordt betaald (Wilson en Summers, 2002). Daarnaast rekenen de meeste leveranciers interesten aan indien er niet binnen de vooropgestelde periode wordt betaald (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). Het

leverancierskrediet wordt een vorm van financiering indien een onderneming niet kan genieten van de leverancierskorting, en indien er na afloop van de vooropgestelde periode interesten worden aangerekend (Huyghebaert, 2006). Niettemin kan het leverancierskrediet relatief duur worden wanneer het niet binnen de vooropgestelde periode wordt terugbetaald (Wilson en Summers, 2002). Daarnaast kan deze vorm van financiering een goede relatie met de leverancier ondermijnen (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). Ondanks de nadelen blijft het leverancierskrediet een belangrijke bron van financiering voor jonge, startende bedrijven (Berger en Udell, 2006). In België geeft, volgens SAFE EC (2020), één op zes KMO's de voorkeur aan niet-bancaire kredieten zoals leverancierskredieten.

Verder kan een KMO gebruikmaken van factoring als financieringsbron. Hierbij verkopen KMO's hun openstaande vorderingen tegen een verdisconteerde prijs aan een derde partij. Hierdoor ontvangt de KMO per direct het uitstaande bedrag en de derde partij wordt verantwoordelijk gesteld voor de inning van de openstaande vordering (Vasilescu, 2010). Factoring biedt verschillende voordelen voor KMO's. Het bevordert namelijk de groei, verbetert de cashflow en verhoogt de productiviteit en winstgevendheid (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). Tevens is factoring enorm effectief wanneer KMO's obstakels ondervinden om financiering te verkrijgen (Vasilescu, 2010). Niettemin brengt het gebruik van factoring als financieringsbron aanzienlijke kosten met zich mee en kan het leiden tot ongunstige gevolgen voor de relatie met de betrokken partijen (Chen and Chen, 2012; Ivanovic et al., 2011). Daarenboven kan het voorkomen dat de factoringmaatschappij klanten gaat benaderen in geval van een laattijdige betaling. Dit kan mogelijk een negatieve invloed impliceren op het imago van het bedrijf (Vasilescu, 2010).

Als een onderneming wenst bedrijfsactiva te verwerven, kan ze een beroep doen op een leasingovereenkomst. Bij deze financieringsvorm vindt er een overeenkomst plaats tussen de leasinggever en de leasingnemer, in dit geval de KMO. De leasinggever is er toe gebonden een bepaald activabestanddeel te verschaffen. Hiervoor wordt de leasinggever periodiek vergoed door de leasingnemer (Mol-Gómez-Vázquez, Hernández-Cánovas, en Köeter-Kant, 2019). Aan het einde van het contract heeft de leasingnemer doorgaans de mogelijkheid om het bedrijfsactiva aan te wenden (Fletcher et al., 2005). Leasing wordt beschouwd als een belangrijk hulpmiddel in de financiering van KMO's (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). KMO's zijn doorgaans sterk afhankelijk van bankfinanciering. Echter is het bekomen van bankfinanciering niet altijd vanzelfsprekend. Banken verwachten namelijk garanties in de vorm van een financiële verslaggeving, een kredietverleden en onderpand (Psillaki en Daskalakis, 2009; Berger et al., 2011). Daarentegen kan een KMO wel voldoen aan haar kapitaalnoden wanneer ze opteert voor een leasingovereenkomst (De la Torre et al., 2010). De keerzijde van een leasingovereenkomst heeft betrekking op de kost. Deze zal doorgaans hoger liggen dan andere alternatieve financieringsvormen (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). Bovendien heeft de leasingnemer doorheen de looptijd van het contract geen eigendom in handen. De leasingnemer huurt als het ware het activabestanddeel (Arzeni et al., 2015).

Ten slotte spelen beleidsmaker een uiterst belangrijke rol in de economische ontwikkeling van een land (Jasra et al., 2011). Eén manier waarop ze de economische activiteiten kunnen bevorderen, is door middel van subsidies toe te kennen aan veelbelovende projecten (Ganbold, 2008). Onderzoek

heeft aangetoond dat subsidies een positieve invloed hebben op OenO-uitgaven, innovatie en algehele bedrijfsprestaties (Klette et al., 2000). Het voordeel van subsidies is dat ze de toegang tot financiering verbeteren (Serrasqueiro, Leitão, en Smallbone, 2021). Niettemin zijn er hoge administratieve lasten verbonden aan het aanvragen van subsidies en dienen KMO's te voldoen aan verschillende richtlijnen en regelgevingen (Kraja et al. 2014).

## 3.2. Kapitaalstructuurtheorieën

### 3.2.1. Irrelevance theory

In de afgelopen decennia hebben inmiddels ettelijke academische studies getracht inzichten te verwerven aangaande welke financieringsbeslissingen waardemaximalisatie tot gevolg hebben. Modigliani en Miller worden beschouwd als de grondleggers van de bedrijfsfinanciering in de moderne zin. In hun baanbrekende studie, gepubliceerd in 1958, hebben Modigliani en Miller uitvoerig onderzoek verricht betreffende de optimale kapitaalstructuur en dividendpolitiek van ondernemingen. De studie impliceert een analyse waarbij proposities, met betrekkingen tot de verschillende financieringsmogelijkheden, worden verklaard door middel van arbitrage. Arbitrage omvat prijsverschillen die aanwezig zijn tussen vergelijkbare activa (Miglo, 2010). Ten gevolge van de prijsverschillen bestaat de mogelijkheid om bepaalde activa tegen een lagere prijs aan te kopen en vervolgens door te verkopen aan een hogere prijs (Miglo, 2010).

Desalniettemin onderbouwen Modigliani en Miller (1958), met behulp van een reeks restrictieve assumpties, dat noch de kapitaalstructuur noch de dividendbeslissingen de marktwaarde van een onderneming beïnvloedt. De voorgenoemde restrictieve assumpties impliceren dat ondernemingen zich bevinden in een perfect competitieve markt, die gekenmerkt wordt door een belastingvrije omgeving. Daarnaast gaan Modigliani en Miller er vanuit dat er geen insolventiekosten aanwezig zijn in geval van een faillissement. Verder maken ze de veronderstelling dat er geen informatie asymmetrie aanwezig is tussen de betrokken partijen (Ahmeti en Prenaj, 2015). Aangezien de financieringsbeslissingen, de kapitaalstructuur en de dividendbeslissingen de aandeelhouderswaarde niet begunstigt, worden ze als irrelevant beschouwd (Modigliani en Miller, 1958).

Vijf jaar later, in 1963, publiceerden Modigliani en Miller een aangepaste versie van de irrelevantietheorie. In deze versie werd er, in tegenstelling tot de initiële versie, wel rekening gehouden met belastingen. Dit is namelijk van belang voor ondernemingen die zich financieren door middel van schulden. Ze kunnen namelijk de interesten die ze op de schuldfinanciering afdragen, fiscaal in mindering brengen (Berk, Stanton en Zechner, 2010). Het fiscaal voordeel, zou theoretisch gezien een schuldfinanciering van honderd procent waardemaximalisatie tot gevolg hebben (Modigliani en Miller, 1963). Ondernemingen die zich financiering met eigen vermogen, daarentegen, genieten geen fiscaal voordeel (Berk, Stanton en Zechner, 2010).

### 3.2.2. Trade-off theory

Voortgaand op de irrelevantietheorie, introduceerden Modigliani en Miller (1958) de klassieke versie van de trade-off theorie. De trade-off theorie is de langst bestaande theorie betreffende kapitaalstructuur. Daarenboven ligt ze aan de basis van een verscheidenheid aan empirische onderzoeken die gerelateerd zijn aan de kapitaalstructuur van ondernemingen (Abel, 2018). De trade-off theorie vermoedt de aanwezigheid van een optimale kapitaalstructuur die waardemaximalisatie voor de aandeelhouders, en een minimale aansprakelijkheid op het vermogen van de onderneming, impliceert (Modigliani en Miller, 1958). Daarnaast verwijst de trade-off theorie naar een afweging tussen de voor- en nadelen van bijkomende schulden (Modigliani en Miller, 1963; DeAngelo en Masulis, 1980). Een onderneming bereikt haar optimale kapitaalstructuur vermits de baten gekoppeld aan schuldfinanciering in evenwicht zijn met de gerelateerde kosten (Kraus en Litzenberger, 1973).

Zoals reeds vermeld in de aangepaste versie van de irrelevantietheorie, omvat het fiscaal voordeel van schuldfinanciering dat een onderneming haar waarde maximaliseert indien ze verkiest voor een schuldfinanciering van honderd procent (Modigliani en Miller, 1963). Echter nuanceren Robichek en Myers (1966) de assumptie van Modigliani en Miller door te verwijzen naar het feit dat een onderneming haar optimale kapitaalstructuur percipieert door het belastingvoordeel, dat verbonden is aan de toegenomen leverage, af te wegen van de gerelateerde nadelen. Wanneer het marginaal voordeel van bijkomende schuld in evenwicht is met het marginaal nadeel, dat gekoppeld is aan de bijkomende schuld, is er sprake van een optimale kapitaalstructuur (Kraus en Litzenberger, 1973).

Vervolgens verklaren Kraus en Litzenberger (1973) de marktwaarde van een onderneming met behulp van een schuldenfunctie. De desbetreffende schuldenfunctie verklaart dat een laag niveau van leverage de marktwaarde van een onderneming in een positieve zin kan beïnvloeden. Een aanmerkelijk hoog niveau van leverage, daarentegen, kan de marktwaarde in een negatieve zin beïnvloeden. In het optimale punt, waar de marginale kosten van schulden gelijk zijn aan de marginale baten gerelateerd aan schulden, is de marktwaarde van een onderneming maximaal (Kraus en Litzenberger, 1973). Durinck et al. (1996) besluiten, in lijn met Kraus en Litzenberger, dat de gewogen gemiddelde kapitaalkost (WACC) van een onderneming kan blijven dalen tot een bepaalde schuldgraad.

Ingeval een onderneming verkiest haar leverage te vergroten, stijgt echter de waarschijnlijkheid dat ze in gebreke blijft bij de betaling van de rente, gerelateerd aan de bijkomende schulden. Dit leidt vervolgens tot insolventiekosten of andere kosten geassocieerd met financiële moeilijkheden (Kraus en Litzenberger, 1973). Bovengenoemde kosten impliceren: verlies van belastingvoordelen, ondermaatse besluitvorming en kosten als gevolg van een slechte relatie met leveranciers (Brennan en Schwartz, 1978). Desalniettemin kunnen financiële moeilijkheden tot positieve gevolgen leiden. Het management van een onderneming zou mogelijkerwijs onder verhoogde druk betere prestaties kunnen neerzetten (Wruck, 1990).

### 3.2.3. Pecking order theory

In tegenstelling tot de trade-off theory, vermoedt de pecking order theory niet het bestaan van een optimale kapitaalstructuur, maar gaat ze ervan uit dat ondernemingen een bepaalde voorkeur of hiërarchie vooropstellen wat betreft het aantrekken van nieuw financiële middelen. Donaldson (1962), is één van de eerste academici die onderzoek heeft verricht betreffende de kapitaalstructuur van ondernemingen. Hij verklaart in zijn onderzoek dat managers doorgaans intern gegenereerde fondsen prefereren als financieringsbron. Wanneer dit echter niet toereikend is om te voldoen aan de financiële noden, zal een manager verkiezen voor een vorm van schuldfinanciering. In laatste instantie zal een manager pas verkiezen voor een vorm van kapitaalfinanciering (Donaldson, 1962).

De pecking order theory van Myers (1984) wordt in de academische literatuur aanschouwd als één van de meest invloedrijke modellen omtrent financieringsbeslissingen. De voorgenoemde theorie is gebaseerd op het argument van Myers en Majluf (1984) dat problemen betreffende asymmetrische informatie, tussen managers en kapitaalverschaffers, de kapitaalstructuur van een onderneming kan beïnvloeden (Chen en Chen, 2011). Informatieasymmetrie treedt op in gevallen waarbij de ene partij over meer informatie beschikt dan de andere partij. In een organisationele context beschikken managers doorgaans over meer of superieure informatie met betrekking tot de gezondheid en de vooruitzichten van de onderneming dan externe kapitaalverschaffers (Hall, Hutchinson, en Michaelas, 2004).

De aandelenmarkt is echter enorm gevoelig voor asymmetrische informatie. Assymetrische informatie leidt er namelijk toe dat potentiële investeerders minder goed op de hoogte worden gesteld betreffende de gesteldheid van een onderneming. Dit heeft als direct gevolg dat aandelen onjuist worden gevaloriseerd, en zodoende onder- of overgewaardeerd zijn (Harris en Raviv, 1991). Ingeval een onderneming dus verkiest voor de uitgifte van nieuwe aandelen, kan de buitenwereld dit op twee verschillende manieren percipiëren. De eerste opvatting impliceert dat de uitgifte van nieuwe aandelen volgt uit de identificatie van nieuwe investeringsopportunities. Een andere opvatting komt voort uit de logische veronderstelling dat een onderneming zal verkiezen voor een aandelenuitgifte op momenten waarbij de activa-bestanddelen van de onderneming ondergewaardeerd zijn (Baugnet en Wuyts, 2006). De buitenwereld percipieert de uitgifte van nieuwe aandelen over het algemeen als een ongunstig signaal, aangezien ze nooit met zekerheid weten te achterhalen wat de werkelijke grondslag is van de kapitaalverhoging (Myers en Majluf 1984). Dit leidt er bijgevolg toe dat externe kapitaalverschaffers een hoger rendement vooropstellen aangezien ze worden blootgesteld aan een hoger risicogehalte (Cassar en Holmes, 2003).

Gezien de aanwezigheid van een hiërarchie, kiezen ondernemingen altijd voor financieringsbronnen die het minst onderhevig zijn aan information costs en tegelijkertijd het minste risico impliceren (López-Gracia en Sogorb-Mira, 2008). Volgens Myers en Majluf (1984) zal een onderneming altijd intern gegenereerde middelen verkiezen boven schulden. Dit verklaart waarom winstgevende ondernemingen gekenmerkt worden door een laag schuldniveau. Ze zijn namelijk in staat voldoende interne middelen te genereren om te kunnen voldoen aan hun kapitaalbehoeften (Myers, 2001).



Slechts wanneer intern gegeneerde middelen niet voldoende zijn om te beantwoorden aan de financiële noden, zullen ondernemingen beroep doen op externe financieringsbronnen (Myers en Majluf, 1984). Wanneer ondernemingen gaan beraadslagen welke financieringsbron ze gaan verkiezen, bepalen ze dit vanuit een zekere pecking order. Myers (1984) oordeelt dat ondernemingen altijd zullen verkiezen voor de veiligste financieringsvorm. Dit leidt ertoe dat ondernemingen altijd de voorkeur zullen geven aan schuldfinanciering boven kapitaal financiering, en kortlopende schulden boven langlopende schulden (Donaldson, 1962; Myers en Majluf, 1984).

Kleine ondernemingen zijn doorgaans in handen van één aandeelhouder die tegelijkertijd manager is van de onderneming. De uitgifte van nieuwe aandelen zou het aandeel van de eigenaar-manager doen verwateren. Om dit te voorkomen, wendt de eigenaar-manager zich tot schuldfinanciering in plaats van aandelenfinanciering (Mateev en Ivanov, 2011). Verder heeft de omvang van een onderneming doorgaans een significante invloed op de beschikbaarheid van schuldfinanciering. Kleine ondernemingen zijn vaak sterk afhankelijk van kortlopende schulden. Wanneer ze langlopende schulden trachten te bekomen, worden er moeilijkheden ondervonden ten gevolge van strenge voorwaarden met betrekking tot het onderpand (Lopez-Gracia en Sogorb-Mira, 2008).

### 3.3. Bedrijfsspecifieke kenmerken

De keuze aangaande financiering kan worden beïnvloed door diverse bedrijfsspecifieke determinanten. Bij aanvang van dit onderdeel wordt de correlatie tussen de omvang van een onderneming en de gehanteerde financiële hefboom besproken. Daarna wordt er nader ingegaan op de impact van de activastructuur, gevolgd door een beschouwing aangaande de invloed van de rendabiliteit. Vervolgens wordt er in detail getreden betreffende de uitwerking van blootstelling aan risico's. Verder worden de gevolgen van de leeftijd van een onderneming nader onder de loep genomen. Ten slotte wordt de impact van de verwachte groei besproken.

#### 3.3.1. Omvang

Een aanzienlijk aantal academici heeft reeds gesuggereerd dat de ratio aangaande de financiële hefboom in de regel correleert met de omvang van een onderneming. Warner (1977) en Ang et al. (1982) stellen dat indien de economische waarde van een onderneming afneemt, directe faillissementskosten hierop een aanzienlijke impact hebben. Daarenboven worden omvangrijke ondernemingen doorgaans gekenmerkt door hoge mate van diversificatie. Dit heeft tot gevolg dat ze minder gevoelig zijn voor insolventie. Smith (1979) stelt dat zowel de relatieve kosten van schuld- als kapitaal financiering eveneens negatief gerelateerd zijn aan de omvang van een onderneming. Kleine ondernemingen betalen namelijk hogere kosten wanneer zij verkiezen voor de uitgifte van nieuwe aandelen of wanneer ze verkiezen langlopende schulden aan te gaan (Cassar en Holmes, 2003).

Tevens stellen Titman en Wessels (1988) en Wald (1999) dat de transactiekosten, die gerelateerd zijn aan externe financiële middelen, gewoonlijk procentueel afnemen naarmate de schaal van de transactie groter wordt. Dientengevolge worden transacties op kleine schaal gekenmerkt door hoge

transactiekosten. In overeenstemming met de transactiekosten verklaren Scherr et al. (1993) dat sommige financieringsvormen niet beschikbaar zijn voor ondernemingen van kleine omvang. Een onderneming kan bijvoorbeeld haar aandelen pas publiekelijk verhandelen wanneer de onderneming van een bepaalde omvang is. Dit leidt ertoe dat kleine ondernemingen geen gebruik kunnen maken van dit soort financieringsvorm. De genoemde argumenten suggereren dat grote ondernemingen naar verwachting gekenmerkt worden door een hogere mate van schuld- of kapitaalfinanciering.

### 3.3.2. Activastructuur

Diverse kapitaalstructuurtheorieën stellen dat de soorten activa, waarover een onderneming beschikt, een aanzienlijke impact kan hebben op de beslissingen aangaande de kapitaalstructuur. Scott (1977) beargumenteert dat ondernemingen hun waarde kunnen optimaliseren door het omzetten van bestaande ongedekte schulden naar gewaarborgde schulden. Vervolgens stellen Myers en Majluf (1984) dat ongedekte schulden kosten met zich meebrengen, omdat het management van een onderneming doorgaans beter geïnformeerd is dan de kredietverstrekkers. Gewaarborgde schulden, waarbij de activa als onderpand dienen, kunnen de genoemde informatiekosten verminderen.

Eveneens wordt gesteld dat de omvang van de activabestanden invloed kan zijn op de kapitaalstructuur van ondernemingen. Volgens Degryse et al. (2010) heeft de hoeveelheid tastbare en generieke activa waarover een onderneming beschikt, een positief effect op het algehele risicogehalte. De grondslag hiervoor heeft betrekking op het feit dat de voorgenoemde activa kunnen dienen als onderpand. Dit verlaagt de agency kosten bij kredietverstrekkers, en verlaagt de aanwezigheid van insolventiekosten. Bovendien verleent het bezit van tastbare en generieke activa aan een onderneming een hogere liquidatiewaarde (Harris en Raviv, 1991; Titman en Wessels, 1988). Dit zorgt ervoor dat aandeelhouders in geval van default een lager potentieel verlies dienen te dragen. Derhalve kan worden gesteld dat een onderneming die over aanzienlijke onderpand beschikt, verondersteld wordt een hogere schuldbestand te hebben.

### 3.3.3. Winstgevendheid

Vervolgens vindt er een beschouwing plaats betreffende de invloed van de rendabiliteit op de kapitaalstructuur van een onderneming. Zoals reeds uiteengezet in de pecking order theory stelt Myers (1984) dat een onderneming bij voorkeur intern gegenereerde middelen hanteert. In het geval deze intern gegenereerde middelen niet toereikend zijn, is de onderneming genoodzaakt andere financieringsbronnen te raadplegen. De keuze aangaande financieringsbron wordt volgens Myers (1984) beïnvloed door de kosten. Voorgenoemde kosten zouden het resultaat kunnen zijn van de aanwezigheid van asymmetrische informatie of van kosten gerelateerd aan transacties. In beide gevallen dient de historische rendabiliteit van een onderneming, alsmede de hoeveelheid beschikbare middelen voor het behoud daarvan, een substantiële bepalende factor te vormen bij het bepalen van de huidige kapitaalstructuur. Jensen (1986) vult het onderzoek van Myers (1984) aan door te stellen dat supplementaire schulden ervoor zorgen dat managers meer gedisciplineerd zijn wanneer de

winstgevendheid toeneemt. Bijgevolg wordt er een positieve relatie tussen schuld en winstgevendheid verwacht.

#### 3.3.4. Risico

Verder heeft de mate van blootstelling aan risico's evenzeer een invloed op de kapitaalstructuur. Ingevolge de aanwezigheid van agency kosten en faillissementskosten, wordt de kapitaalstructuur van een onderneming doorgaans niet gekenmerkt door uitsluitend vreemd vermogen (Jensen en Meckling, 1976; DeAngelo en Masulis, 1980; Myers, 1984). Een onderneming zal namelijk gemotiveerd zijn haar schuldratio te doen dalen ingeval er een sterke kans aanwezig is dat ze geconfronteerd zal worden met zulke kosten. Bedrijven met relatief volatiele inkomstenstromen lopen doorgaans een grotere kans op bovenstaande kosten en zelfs op default. Bijgevolg hebben zulke bedrijven een incentive om een kapitaalstructuur te verkiezen die gekenmerkt wordt door minder leverage (Cassar en Holmes, 2003).

#### 3.3.5. Leeftijd

Het onderzoek van Titman en Wessels (1988) toont aan dat de kapitaalstructuur van een onderneming wordt beïnvloed door haar leeftijd. Ze stellen namelijk dat jonge ondernemingen doorgaans gekenmerkt worden door een hogere schuldratio dan oudere ondernemingen. De grondslag hiertoe heeft betrekking op het feit dat jonge ondernemingen meestal nog niet voldoende intern gegenereerde kasstromen hebben opgebouwd. Hierdoor hebben ze minder zekerheid te bieden aan schuldeisers en moeten ze hogere rentetarieven betalen. Hovakimian et al. (2001) vullen dit onderzoek aan door zich te richten op de keuze tussen vreemd en eigen vermogen. Hun bevindingen tonen aan dat jongere ondernemingen doorgaans de voorkeur geven aan vreemd vermogen, terwijl oudere ondernemingen neigen naar meer eigen vermogen. Dit kan worden verklaard door de hogere groeiverwachtingen van jongere ondernemingen en de neiging van oudere ondernemingen naar meer stabiliteit. Cassar en Holmes (2003) breiden deze resultaten uit door te benadrukken dat hogere winstgevendheid en grotere omvang geassocieerd worden met lagere schuldratio's.

#### 3.3.6. Groei

Ten slotte wordt de impact van de verwachte groei op de kapitaalstructuur nader in beschouwing genomen. Jensen en Meckling (1976) suggereren dat kortlopende schulden een disciplinerend effect kunnen hebben op het management van een onderneming. Managers worden namelijk gedwongen om hun investeringsbeslissingen af te stemmen op de financiële stabiliteit van de onderneming op korte termijn. Bijgevolg leiden kortlopende schulden tot minder agency problemen tussen aandeelhouders en het management. Bovendien stellen Smith en Warner (1979) en Green (1984) dat de kosten die verband houden met de agency problemen zullen afnemen indien een onderneming converteerbare schuld verkiest. Myers (1977) argumenteert dat groeiende bedrijven de voorkeur zullen geven aan kortlopende schulden boven langlopende schulden. De grondslag hiertoe heeft betrekking op de kortere looptijd. Kredietverschaffers associëren immers de kortere looptijd met een grotere kans op nakoming van de betalingsverplichtingen. Shyam-Sunder en Myers (1999) stellen

dat ondernemingen met een hoge groei in de toekomst meer financiële flexibiliteit nodig hebben. Bijgevolg hebben zulke ondernemingen eerder de neiging om meer eigen vermogen te gebruiken om aan hun financieringsbehoeften te voldoen.



## 4. Hypothese

De meest invloedrijke modellen in de literatuur over de kapitaalstructuur van ondernemingen betreffen de trade-off theory (Modigliani en Miller, 1963) en de pecking order theory (Myers, 1984).

De trade-off theory suggereert dat ondernemingen een cruciale afweging maken tussen de voor- en nadelen gerelateerd aan de toepassing van schuldfinanciering (Modigliani en Miller, 1963). De voorgenoemde theorie stelt dat de voordelen van schuldfinanciering bestaan uit de fiscale voordelen van renteaftrek en het hefboomeffect van financiering. Daarentegen zijn de nadelen van schuldfinanciering voornamelijk gerelateerd aan het verhoogde risico op faillissement en de bijbehorende kosten.

De pecking order theory steunt op het argument dat er een hiërarchie bestaat aangaande de selectie van financieringsbronnen. Deze hiërarchie impliceert dat ondernemingen eerst hun interne middelen aanwenden om investeringen te financieren. Wanneer deze interne middelen ontoereikend zijn, kiezen ze in de tweede plaats voor schuldfinanciering. Als tevens deze mogelijkheid niet volstaat, gaan de ondernemingen uiteindelijk over tot kapitaalfinanciering. Deze volgorde wordt verondersteld te worden bepaald door de kosten en risico's die gepaard gaan met elke financieringsbron.

De grondslag van dit onderzoek betreft een diepgaande analyse van de toepasbaarheid van de eerder genoemde theorieën op de financiering van kleine en middelgrote ondernemingen in de Belgische context. Deze theorieën worden getoetst door middel van het onderzoeken van diverse factoren. De eerste factor die nader onderzocht wordt, betreft de ondernemingsgrootte. Altman (1968) wordt beschouwd als één van de eerste onderzoekers die nader in detail treedt aangaande de relatie tussen de ondernemingsgrootte en faillissementskosten. Een van zijn meest vooraanstaande bijdragen betreft de ontwikkeling van de Z-score, een model dat wordt toegepast om de financiële gezondheid en het faillissementsrisico van een onderneming te voorspellen. De Z-score van Altman (1968) neemt verschillende financiële variabelen, waaronder de omvang van de onderneming, in aanmerking om een indicatie te verstrekken van de waarschijnlijkheid van een faillissement. Het onderzoek constateert dat kleinere ondernemingen doorgaans een verhoogd faillissementsrisico hebben, wat mogelijk gepaard gaat met hogere faillissementskosten. Daarentegen beschikken grotere bedrijven vaak over meer middelen en veerkracht om financiële tegenslagen te doorstaan, waardoor ze beter in staat zijn om de kosten van faillissement te beperken.

Warner (1977) vult het onderzoek van Altman (1968) aan middels de faillissementskosten te gaan onderverdelen in directe en indirecte kosten. Als resultaat postuleert hij dat de directe kosten van faillissementen aanzienlijk kunnen zijn en een negatieve invloed kunnen hebben op de financiële gezondheid en het toekomstige succes van een onderneming. Het onderzoek van Warner (1977) wordt later aangevuld door het onderzoek van Ang et al. (1982), waarin de auteurs aangeven dat de omvang van ondernemingen een rol kan spelen bij de directe kosten die verband houden met faillissementen. Ze leggen specifiek de nadruk op juridische en administratieve kosten. Als gevolg van de impact van deze directe kosten, suggereren Ang et al. (1982) dat kleine en middelgrote ondernemingen een grotere kwetsbaarheid ondervinden met betrekking tot de directe

faillissementskosten bij een daling van de economische waarde. Om na te gaan of deze stelling eveneens geldt voor de Belgische KMO's, luidt de eerste hypothese als volgt:

H1: De grootte van een onderneming heeft een positief verband met lange termijn schulden

Een andere factor die mogelijks van invloed kan zijn op de financieringsbeslissingen van Belgische KMO's betreft de activastructuur. Volgens Degryse et al. (2010) hebben de hoeveelheid tastbare en generieke activa van een onderneming een positief effect op het totale risiconiveau. De voorgenoemde stelling is gebaseerd op het feit dat deze activa kunnen fungeren als onderpand. Dit sluit aan met de resultaten van de trade-off theory. Modigliani en Miller (1963) suggereren namelijk een positieve relatie tussen onderpand en leverage. Dit argument wordt later aangevuld door Myers (1984) in de pecking order theory. Hij stelt namelijk dat onderpand de problemen gerelateerd aan asymmetrische informatie beperkt. Ingevolge voorgenoemde onderzoeksbevindingen uit de academische literatuur te onderzoeken in het kader van Belgische KMO's, wordt onze volgende hypothese als volgt gesteld:

H2: De activastructuur van kleine en middelgrote onderneming heeft een positief verband met lange termijn schulden.

Vervolgens wordt de relatie tussen de rendabiliteit van een onderneming en de kapitaalstructuur geanalyseerd. Volgens de pecking order theory van Myers (1984) bestaat er een negatief verband tussen de rendabiliteit en de leverage. De pecking order theory stelt namelijk dat ondernemers geneigd zijn om interne financieringsbronnen te prefereren boven externe financieringsopties. Hierdoor resulteert een hogere rendabiliteit in een vermindering van de noodzaak tot schuldfinanciering. Om na te gaan of de stelling van Myers (1984) van toepassing is op Belgische KMO's, luidt de volgende hypothese:

H3: De rendabiliteit van een kleine en middelgrote onderneming heeft een negatief verband met lange termijn schulden.

Ten slotte wordt er gekeken naar het verband tussen de leeftijd van een onderneming en de mate van leverage. Titman en Wessels (1988) suggereren dat jongere ondernemingen over het algemeen een hogere schuldratio hebben dan oudere ondernemingen. Dit komt doordat jonge ondernemingen meestal nog niet voldoende eigen vermogen hebben opgebouwd en dus genoodzaakt zijn om externe financieringsbronnen aan te boren. Hovakimian et al. (2001) hebben deze bevindingen verder aangevuld door te kijken naar de keuze tussen vreemd en eigen vermogen. Uit hun onderzoek blijkt dat jongere ondernemingen over het algemeen de voorkeur geven aan vreemd vermogen, terwijl oudere ondernemingen eerder kiezen voor eigen vermogen. Wederom is het niet duidelijk of voorgenoemde bevindingen van toepassing zijn op de Belgische KMO's. Om hier een antwoord op te krijgen, luidt de laatste hypothese als volgt:

H4: De leeftijd van een kleine en middelgrote onderneming heeft een negatief verband met lange termijn schulden.

## 5. Methodologie

### 5.1. Dataverzameling

Deze masterproef betreft een onderzoek naar kleine en middelgrote ondernemingen in België. Met als intentie de reeds eerder vermelde hypothesen te evalueren, wordt de Bel-first database (Bureau van Dijk) geraadpleegd. Gezien het feit dat de voorgenoemde database gegevens bevat van vrijwel alle Belgische en Luxemburgse ondernemingen en organisaties, ontstaat de noodzaak om bepaalde bewerkingen uit te voeren met het oog op het verkrijgen van een definitieve dataset. Met behulp van een systematische en chronologische implementatie van onderstaande stappen, wordt een definitieve steekproef bekomen.

Bij de aanvang van de dataverzameling wordt een specifieke tijdsperiode afgebakend. De Belfirst-database bevat slechts gedetailleerde informatie over ondernemingen en organisaties van de laatste negen boekjaren. Dit impliceert bijgevolg dat er van het jaar 2014 tot het jaar 2023 gegevens beschikbaar zijn. Niettemin wordt in dit onderzoek gekozen voor een tijdsbestek van vijf boekjaren, namelijk de jaren 2017 tot 2021. De Belfirst-database bevat eveneens informatie aangaande het boekjaar 2022. Echter zijn de voorgenoemde gegevens niet volledig, aangezien sommige ondernemingen hun jaarrekening pas afsluiten in het boekjaar 2023. Derhalve ontbreekt een gedeelte van de informatie met betrekking tot boekjaar 2022.

Een volgende fase van de steekproefselectie behelst de vaststelling van de criteria die KMO's dienen te vervullen teneinde in aanmerking te komen voor de analyse. Bij aanvang van het selectieproces wordt er specifiek gefocust op entiteiten die gelokaliseerd zijn binnen de Belgische landsgrenzen. Dit leidt ertoe dat de gegevens van de Luxemburgse entiteiten worden geëlimineerd uit de dataset. Vervolgens vindt er een selectie plaats op basis van rechtsvorm. Dit onderzoek richt zich specifiek op de volgende rechtsvormen: BVBA, BV, CV, NV. Hierop volgt een verdere filtering om te bepalen welke Belgische entiteiten als actief kunnen worden beschouwd en dus in aanmerking komen voor verdere analyse.

Na het voltooien van bovenstaande selectie wordt onderzocht of er een verband bestaat tussen de grootte van een onderneming en de lange termijn schuldgraad. Hiervoor is het noodzakelijk dat de gegevens aangaande de lange termijn schuldgraad en de grootte van de onderneming ter beschikking worden gesteld van dit onderzoek. In een volgende fase van de steekproefselectie wordt er onderzocht of er een correlatie bestaat tussen de rendabiliteit van KMO's en de lange termijn schuldgraad. Teneinde dit te kunnen volbrengen, zijn de gegevens aangaande de rendabiliteit noodzakelijk. Ten slotte wordt er in de laatste fase van de steekproefselectie gericht op de impact van de leeftijd van een onderneming op langlopende schuldfinanciering. Hierbij zijn zowel de leeftijd van de onderneming als de langlopende schulden langlopende schulden vereist.

Na het toepassen van de eerder uiteengezette criteria, bestond de initiële steekproefselectie uit 174.960 Belgische entiteiten. Niettemin, vanwege een restrictie met betrekking tot de



gegevensexport uit de Belfirst-database, was het noodzakelijk om verdere selectie toe te passen. Deze restrictie stelt dat slechts een maximum van 13.315 entiteiten kan worden verkregen via gegevensextractie. Bijgevolg werd er een selectie gemaakt van 13.315 Belgische entiteiten door middel van willekeurige steekproeftrekking (random sampling). Deze willekeurige selectie werd uitgevoerd om een zo representatief mogelijke steekproef te verkrijgen, die een betrouwbaar beeld geeft van de populatie waaruit de steekproef is getrokken.

Nadat de zoekstrategie is vastgesteld, zijn de benodigde gegevens zorgvuldig verzameld en gedocumenteerd voor elke hypothese. De verzameling en documentatie van de gegevens worden gedetailleerd besproken in het betreffende gedeelte van het onderzoek, genaamd "onderzoeksvariabelen". Na afloop van de gegevensverzameling zijn de gegevens geïmporteerd in Excel, waar verschillende berekeningen zijn uitgevoerd om de gegevens geschikt te maken voor verdere analyse. Uiteindelijk zijn de geselecteerde gegevens overgebracht naar SPSS, een statistisch softwareprogramma, om de hypothesen te toetsen met behulp van statistische analysemethoden.

## 5.2. Onderzoeksvariabelen

In het voorliggende hoofdstuk worden diverse variabelen gepresenteerd die relevant zijn voor het uit te voeren onderzoek. In dit hoofdstuk wordt vervolgens een grondige uiteenzetting gegeven betreffende de afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen. Vooreerst wordt de afhankelijke variabele gedetailleerd beschreven, gevolgd door de onafhankelijke variabelen. De onafhankelijke variabelen betreffen ondernemingsgrootte, activastructuur, winstgevendheid, liquiditeit en leeftijd. Ten slotte worden er een aantal controlevariabelen uitvoerig besproken.

### 5.2.1. Afhankelijke variabelen

Het doel van deze masterproef omvat het bieden van een verklaring aangaande de kapitaalstructuur van Belgische KMO's. Met het oog op de verwezenlijking van voorgenoemd doel is deze studie gericht op het onderzoek van de lange termijn schuldgraad van dergelijke ondernemingen. Door gebruik te maken van paneldata wordt een longitudinale analyse uitgevoerd die zich uitstrekt over een tijdsperiode van vijf jaar (2017-2021). De verzamelde observatiepunten bieden de mogelijkheid om veranderingen in de tijd te bestuderen, en stellen het onderzoek tevens in staat om de individuele heterogeniteit van de gegevens te controleren.

Een hoge lange termijn schuldgraad kan duiden op grote financiële verplichtingen op lange termijn en dus meer financieel risico met zich meebrengen (Titman en Wessels, 1988). Aan de andere kant kan een lage lange termijn schuldgraad erop wijzen dat een onderneming minder afhankelijk is van schuldfinanciering en mogelijk een sterkere financiële positie heeft (Myers, 1984). Door te concentreren op de lange termijn schuldgraad, kan een diepgaander beeld worden verkregen van de actieve kapitaalstructuur van een onderneming. Korte termijn schulden hebben, in tegenstelling tot lange termijn schulden, doorgaans betrekking op de financiering van de dagdagelijkse bedrijfsvoering. Derhalve bieden korte termijn schulden minder inzichten aangaande de

kapitaalstructuur van ondernemingen (Ramalho et al., 2018). De lange termijn schuldgraad wordt als volgt berekend:

$$\text{Lange termijn schuldgraad} = \frac{\text{Totale schulden met een looptijd van meer dan één jaar}}{\text{Totale eigen vermogen van de onderneming}}$$

### 5.2.2. Onafhankelijke variabelen

Teneinde het verklaren van de hierboven beschreven afhankelijke variabelen, worden diverse onafhankelijke variabelen geformuleerd. De volgende variabelen oefenen naar verwachting een invloed uit op de afhankelijke variabelen: ondernemingsgrootte, activastructuur, winstgevendheid, liquiditeit en leeftijd. De eerste onafhankelijke variabele die onder de loep wordt genomen, betreft de grootte van een onderneming. Volgens Altman (1968) worden kleine ondernemingen doorgaans gekenmerkt door een verhoogd faillissementsrisico. Grote ondernemingen daarentegen beschikken vaak over meer middelen en veerkracht om financiële tegenslagen te doorstaan. De pecking order theorie van Myers (1984) vult de stelling van Altman (1968) aan door te suggereren dat grote ondernemingen een voorkeur hebben om meer lange termijn schulden aan te gaan in vergelijking met kleine ondernemingen. Om na te gaan wat de invloed is van de ondernemingsgrootte wordt het natuurlijk logaritme genomen van het totaal der activa. Met opzet wordt de keuze gemaakt om het natuurlijke logaritme toe te passen. Het doel betreft met name de variabele zodanig te transformeren dat deze een normale verdeling vertoont.

$$\text{Ondernemingsgrootte} = \ln(\text{Totaal Der Activa})$$

De volgende onafhankelijke variabele die onderwerp is van dit onderzoek, betreft de activastructuur. Volgens Degryse et al. (2010) heeft de samenstelling van tastbare en immateriële activa in een onderneming een positieve invloed op het algemene risiconiveau. Dit impliceert dat ondernemingen met een groot aandeel aan tastbare en immateriële activa waarschijnlijk gekenmerkt worden door een hogere mate van langetermijnschulden. Om het begrip van tastbare activa te definiëren, wordt er verwezen naar de definitie van Kayhan en Titman (2007). Zij stellen dat tastbare activa 'net property, plant, and equipment' (PPE) omvat. Om deze variabele in het onderzoek te integreren, wordt de waarde van materiële vaste activa gedeeld door het totaal der activa.

$$\text{Tastbare activa} = \frac{\text{Materiële Vaste Activa}}{\text{Totaal Der Activa}}$$

Vervolgens wordt de winstgevendheid van een onderneming opgenomen als een onafhankelijke variabele. Conform het werk van Myers (1984) worden zowel de historische winstgevendheid van een onderneming als de beschikbare middelen, die kunnen worden gebruikt om winstgevendheid te handhaven, beschouwd als belangrijke factoren bij het bepalen van de kapitaalstructuur. Ter aanvulling op het onderzoek van Myers (1984) stellen Titman en Wessels (1988) dat ondernemingen die gekenmerkt worden door duurzame winstgevendheid doorgaans een lage schuldgraad hebben. Een indicator die wordt gebruikt om deze analyse uit te voeren, is EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization). Om winstgevendheid te modelleren, wordt niet rechtstreeks

de nettowinst berekend, maar wordt de EBITDA gedeeld door het totale activa-bedrag. Dit is de indicator voor winstgevendheid die nauw aansluit bij het onderzoek van Titman en Wessels (1988).

$$\text{Winstgevendheid} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Totaal Der Activa}}$$

Een andere onafhankelijke variabele die in dit onderzoek wordt opgenomen betreft liquiditeit. Conform de bevindingen van Myers (1977) wordt verondersteld dat bedrijven met hogere liquiditeitsniveaus eerder geneigd zijn om schuldfinanciering aan te trekken dan ondernemingen met lagere niveaus van liquiditeit. Deze stelling wordt ondersteund door Huang en Ritter (2009), die stellen dat ondernemingen met hogere niveaus van liquiditeit doorgaans meer financiële flexibiliteit hebben bij het nemen van beslissingen. Dit onderzoek suggereert dus dat bedrijven met hogere niveaus van liquiditeit meer controle hebben over hun kapitaalstructuur. Om deze reden wordt de current ratio als een indicator van liquiditeit opgenomen in het model.

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Kortlopende Activa}}{\text{Kortlopende Schulden}}$$

Ten slotte wordt de leeftijd van ondernemingen in beschouwing genomen. Titman en Wessel (1988) postulieren dat jonge ondernemingen doorgaans gekenmerkt worden door een hogere schuldratio dan oudere ondernemingen. De leeftijd van een onderneming wordt in dit onderzoek bepaald door het huidige jaartal te verminderen met het jaartal van de oprichting van de onderneming. Met het oog op het bekomen van normaliteit in de gegevens wordt er verkozen om de natuurlijke logaritme van de leeftijd te nemen.

### 5.2.3. Controlevariabelen

Een belangrijke controlevariabele die wordt opgenomen in dit onderzoek betreft de eigendomsstructuur. Verschillende studies, waaronder die van McMahon en Stanger (1995) en Romano, Tanewski, en Smyrnios (2001), hebben aangetoond dat de eigendomsstructuur een aanzienlijke invloed kan uitoefenen op de besluitvoering aangaande financieringsmethode. Deze redeneringen worden ondersteund door de bevindingen van Bathala, Bowlin, en Dukes (2004). Zij stellen namelijk dat in situaties waarbij de aandeelhouders geconcentreerd zijn, externe financiering doorgaans wordt vermeden. Nassr en Wehinger (2016) vullen dit argument vervolgens aan door te verklaren dat de aandeelhouders hun zeggenschap niet willen verliezen en terughoudend zijn bij het delen van gevoelige informatie.

Om de potentiële impact van een geconcentreerde eigendomsstructuur te neutraliseren, wordt er in de analyse gebruikt gemaakt van een dummy variabele. De dummy variabele neemt de waarde 1 aan wanneer er een holdingvennootschap de besluitvorming van de dochteronderneming beïnvloedt. De dummy variabele neemt, daarentegen, de waarde van 0 aan indien de desbetreffende onderneming zelf zeggenschap kan uitoefenen. Binnen deze studie wordt er doelbewust gekozen voor de eerder genoemde classificatie, aangezien een holding inherent de controle uitoefent over andere (dochter)ondernemingen. Dit leidt er echter toe dat dochteronderneming doorgaans beperkte

mogelijkheden hebben om directe zeggenschap uit te oefenen. Middels het gebruik van een dummy variabele kan er onderzocht worden of er een onderscheid waarneembaar is in de kapitaalstructuur van de ondernemingen.

Verder wordt de sector onderzocht waarbinnen de geselecteerde KMO's actief zijn. Dit wordt bepaald middels de 2-cijferige Nacebel-codes. Harris en Raviv (1991) postuleren dat de sector, waarbinnen een onderneming opereert, in zekere mate een invloed uitoefent op de risicokenmerken van een onderneming. Rajan en Zingales (1995) dragen bij aan de bestaande literatuur door te betogen dat bedrijven in sectoren met een hoog niveau van vaste activa en een beperkt groeipotentieel geneigd zijn om meer afhankelijk te zijn van schuldfinanciering dan bedrijven in sectoren met minder vaste activa en meer groeipotentieel. Ter uitsluiting van sectorale invloeden op de kapitaalstructuur van KMO's, worden de Nacebel-codes ingedeeld in drie categorieën: productie, diensten en constructie. Om deze indeling te realiseren, worden dummy variabelen toegepast, waarbij de meest voorkomende categorie als referentie wordt genomen. Een overzicht van deze indeling is opgenomen in de bijlage 1 op pagina 56.



## 6. Resultaten

### 6.1. Beschrijvende analyse

In dit gedeelte van de studie wordt getracht een grondiger inzicht te verwerven in de data zoals uiteengezet onder titel 5.1. Hiertoe zal allereerst een nadere beschouwing worden gegeven van de schuldgraad van zowel kleine als middelgrote ondernemingen. Vervolgens zal een gedetailleerde bespreking worden gegeven van de diverse sectoren. Tot slot zal een beschrijvende analyse worden uitgevoerd van de variabelen die in deze empirische studie zorgvuldig worden onderzocht.

**Tabel 1**

Verdeling steekproef: schuldgraad tussen kleine en middelgrote ondernemingen

Categorie	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Deviatie
Klein	10.984	0,00	98,42	23,06	24,40
Middelgroot	2.151	0,00	99,04	28,83	25,03
Total	13.135	0,00	99,74	24,04	24,61

De bovenstaande tabel impliceert een beschrijving van de waarden betreffende de schuldgraad van Belgische KMO's tussen 2017 en 2021. In deze tabel worden onder meer het aantal observaties, de gemiddelden, de minimum- en maximumwaarden en de standaardafwijkingen weergegeven. Wanneer de gegevens worden vergeleken, wordt er opgemerkt dat de gemiddelde schuldgraad van een middelgrote ondernemingen gekenmerkt wordt door een hogere waarde dan die van een kleine ondernemingen (28,83% ten aanzien van 23,06%). Verder geeft de tabel weer dat zowel de kleine- als middelgrote ondernemingen verhoudingsgewijs gekarakteriseerd worden door een hoge spreiding in de gegevens. De gemiddelde standaarddeviatie van kleine ondernemingen bedraagt 24,40% en die van middelgrote ondernemingen bedraagt 25,03%. Deze resultaten suggereren dat er aanzienlijke variabiliteit is in de schuldbanden van zowel kleine als middelgrote ondernemingen.

**Tabel 2**

Verdeling steekproef: sector

Sector	Kleine ondernemingen	Middelgrote ondernemingen	Totale steekproef
Productie	729 (6,63%)	233 (10,83%)	962 (7,32%)
Constructie	3.716 (33,84%)	729 (33,88%)	4.445 (33,84%)
Diensten	6.539 (59,53%)	1.189 (55,29%)	7.727,87 (58,84%)
Totaal	10.984 (100%)	2.151 (100%)	13.135 (100%)

Op grondslag van de gepresenteerde tabel kan geconcludeerd worden dat de bedrijven in de steekproef onder te verdelen zijn in drie onderscheiden categorieën. Deze verdeling is inmiddels uiteengezet in het segment aangaande de controlevariabelen. Uit de resultaten van bovenstaande tabel kan worden afgeleid dat bedrijven in de categorie "diensten" oververtegenwoordigd zijn binnen de steekproef, ten opzichte van de andere categorieën. Ongeveer 59% van de geanalyseerde bedrijven valt binnen deze categorie. Bovendien is aangetoond dat zowel kleine als middelgrote bedrijven binnen deze categorie vertegenwoordigd zijn. Verder kan er worden geconstateerd dat de verdeling aangaande de verschillende sectoren relatief gelijkaardig is tussen de verschillende bedrijfsgroottes.

De volgende vijf tabellen bieden een gedetailleerd overzicht met betrekking tot de beschrijvende statistieken van de variabelen die zijn gebruikt in de analyse. Voorafgaand aan het berekenen van deze statistieken hebben we een grondige inspectie van de gegevens uitgevoerd om eventuele afwijkingen in de waargenomen waarden te identificeren. Deze procedure is van essentieel belang, omdat extreme waarden de centrale tendens van de gegevens mogelijk kunnen beïnvloeden en zo een onevenwichtige vertekening van de resultaten kunnen veroorzaken. In het kader van deze analyse werden er geen afwijkende waarde waargenomen. Dit toont aan dat de waarnemingen een homogene verdeling vertonen, wat bijdraagt aan de betrouwbaarheid van de resultaten van de analyse.

### **Tabel 3**

#### Beschrijvende analyse 2017

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Deviatie
LT schuldgraad 2017	13.135	0,00	99,04	1,73	3,73
grootte 2017	13.135	2,91	15,71	6,67	1,25
Activastructuur 2017	13.135	0,00	1,00	0,49	0,29
Winstgevendheid 2017	13.135	-1,66	1,65	0,13	0,11
Liquiditeit 2017	13.135	0,00	98,23	2,54	4,59

**Tabel 4**

Beschrijvende analyse 2018

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Deviatie
LT schuldgraad 2018	13.135	0,00	95,51	1,58	3,47
Grootte 2018	13.135	2,96	15,86	6,71	1,26
Activastructuur 2018	13.135	0,00	1,00	0,49	0,29
Winstgevendheid 2018	13.135	-0,77	2,00	0,14	0,11
Liquiditeit 2018	13.135	0,00	97,79	2,57	4,57

**Tabel 5**

Beschrijvende analyse 2019

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Deviatie
LT schuldgraad 2019	13.135	0,00	82,72	1,45	3,29
Grootte 2019	13.135	3,02	15,93	6,75	1,26
Activastructuur 2019	13.135	0,00	1,00	0,48	0,29
Winstgevendheid 2019	13.135	-0,65	2,04	0,14	0,12
Liquiditeit 2019	13.135	0,00	99,00	2,73	4,72

**Tabel 6**

Beschrijvende analyse 2020

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Deviatie
LT schuldgraad 2020	13.135	0,00	90,66	1,33	3,38
Grootte 2020	13.135	2,91	16,27	6,78	1,26
Activastructuur 2020	13.135	0,00	1,00	0,48	0,29
Winstgevendheid 2020	13.135	-0,79	2,06	0,13	0,12
Liquiditeit 2020	13.135	0,00	98,48	2,92	5,41



**Tabel 7**

Beschrijvende analyse 2021

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Deviatie
LT schuldgraad 2021	13.135	0,00	90,91	1,22	3,24
Grootte 2021	13.135	2,65	16,28	6,82	1,28
Activastructuur 2021	13.135	0,00	1,00	0,46	0,29
Winstgevendheid 2021	13.135	-2,18	1,48	0,14	0,12
Liquiditeit 2021	13.135	0,00	98,10	3,09	5,81

In het kader van de beschrijvende analyse zijn vijf variabelen onderworpen aan een onderzoek. Deze variabelen betreffen: lange termijn schuldgraad, ondernemingsgrootte, activastructuur, winstgevendheid en liquiditeit. De eerste variabele die nader werd onderzocht, betreft de lange termijn schuldgraad. De steekproef onthulde een minimale waarde van 0,00 voor deze variabele. Dit suggereert de aanwezigheid van ondernemingen in de steekproef die geen enkele vorm van lange termijn schulden hebben. Daarentegen werd de maximale lange termijn schuldgraad, van 99,04%, waargenomen in de gegevens van het jaar 2017. Dit duidt erop dat de totale lange termijn schulden van de onderneming 99,04% van haar totale activa bedragen. Bovendien kan worden vastgesteld dat de gemiddelde lange termijn schuldgraad in het jaar 2017 het hoogste niveau bereikte binnen de geselecteerde steekproefgegevens. Specifiek bedroeg de lange termijn schuldgraad in 2017 een waarde van 1,73. Daarna is deze waarde verhoudingsgewijs afgenomen tot 1,22 in het jaar 2021.

De navolgende beschreven variabele betreft de ondernemingsgrootte, welke wordt bepaald aan de hand van de natuurlijke logaritme van het totaal der activa. Zowel de minimale als maximale waarden van deze variabele worden waargenomen in het jaar 2021. Over het geheel genomen kan worden geconcludeerd dat de verdeling van ondernemingsgroottes consistent blijft gedurende de verschillende jaren binnen de gekozen steekproef. Zowel de gemiddelde waarden als de standaarddeviaties vertonen nagenoeg geen verschil. Aangezien de gemiddelde waarden zich rond 7 bevinden en de standaardafwijking in de vijf jaar rond de 1,25 schommelt, kan worden vastgesteld dat de steekproef over het algemeen gekenmerkt wordt door een groter aantal kleine ondernemingen dan middelgrote ondernemingen.

Bijkomend is de activastructuur van de ondernemingen binnen de steekproef onderzocht. De activastructuur wordt vastgesteld door de materiële vaste activa in verhouding te stellen aan het totaal der activa. Dit verschaft inzicht in de algemene samenstelling van activa waarover een onderneming beschikt. De minimale waarde van deze variabele bedraagt 0,00. Dit impliceert dat er ondernemingen in de steekproef zijn opgenomen die niet beschikken over materiële vaste activa. Aan de andere kant vertegenwoordigt de maximale waarde 100. Dit geeft daarentegen aan dat er ondernemingen zijn waarbij de materiële vaste activa de volledige 100% van het totaal der activa

uitmaken. Over het geheel genomen schommelt de materiële activa doorgaans rond de 50% van het totaal der activa.

Verder is de winstgevendheid van de onderzochte ondernemingen geëvalueerd. Om deze gegevens te bekomen werd de EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) in verhouding gesteld aan het totaal der activa. Deze benadering biedt inzicht in de doeltreffendheid waarmee een onderneming haar activa inzet om operationele winst te genereren. De minimale waarde werd waargenomen in het jaar 2021 en betrof -2,18. Dit duidt erop dat de betreffende onderneming niet in staat is positieve winst te genereren met behulp van de ingezette activa. De maximale waarde werd geobserveerd in het jaar 2020 en betrof 2,06. Dit impliceert dat een onderneming in staat is 2,06 keer EBITDA te genereren met behulp van het totaal der activa dat ingezet wordt voor de realisatie van het resultaat. Over het geheel genomen bedraagt de gemiddelde winstgevendheid van de onderzochte ondernemingen 13-14% gedurende de periode van vijf jaar.

Ten slotte wordt ook de liquiditeit van de steekproef grondig geanalyseerd. De liquiditeit wordt gemeten aan de hand van de current ratio, een financiële parameter die de verhouding weergeeft tussen de kortlopende activa en de kortlopende verplichtingen van een onderneming. De minimale waarde van deze variabele bedraagt 0,00. Dit impliceert dat er ondernemingen in de steekproef zijn opgenomen die niet beschikken over kortlopende activa. De maximumwaarde daarentegen bedraagt 99. Dit betekent dat de kortlopende activa van de desbetreffende onderneming 99 keer groter zijn dan de kortlopende verplichtingen. Gemiddeld genomen bevindt de current ratio van de ondernemingen in de steekproef zich in het bereik van 2,5 tot 3.

**Tabel 8**

Correlatiematrix 2017-2021

		LT Schuld	Grootte	Activa structuur	Rendabiliteit	Liquiditeit	Leeftijd	Eigendoms structuur	Constructie Sector	Productie Sector	Diensten Sector
LT Schuld	Pearson Correlation	1									
	Sig. (2-tailed)										
Grootte	Pearson Correlation	-.015	1								
	Sig. (2-tailed)	.079									
Activastructuur	Pearson Correlation	.247**	-.082**	1							
	Sig. (2-tailed)	<.001	<.001								
Rendabiliteit	Pearson Correlation	-.080**	-.244**	-.081**	1						
	Sig. (2-tailed)	<.001	<.001	<.001							
Liquiditeit	Pearson Correlation	-.099**	-.016	-.224**	-.009	1					
	Sig. (2-tailed)	<.001	.060	<.001	.293						
Leeftijd	Pearson Correlation	-.128**	.322**	-.079**	-.204**	.071**	1				
	Sig. (2-tailed)	<.001	.000	<.001	<.001	<.001					
Eigendomsstructuur	Pearson Correlation	-.034**	.392**	-.189**	-.101**	-.032**	.182**	1			
	Sig. (2-tailed)	<.001	.000	<.001	<.001	<.001	<.001				
Constructie Sector	Pearson Correlation	-.037**	-.009	-.216**	-.063**	-.033**	.090**	.002	1		
	Sig. (2-tailed)	<.001	.321	<.001	<.001	<.001	<.001	.826			
Productie Sector	Pearson Correlation	-.004	.094**	-.037**	.004	-.011	.104**	.053**	-.237**	1	
	Sig. (2-tailed)	.617	<.001	<.001	.652	.202	<.001	<.001	<.001		
Diensten Sector	Pearson Correlation	.038**	-.046**	.230**	.059**	.038**	-.147**	-.032**	-.827**	-.351**	1
	Sig. (2-tailed)	<.001	<.001	<.001	<.001	<.001	<.001	<.001	.000	.000	

\*\* correlatie is significant op het 0,01 niveau (2-zijdig)

In de bovenvermelde tabel worden de correlaties tussen de diverse variabelen weergegeven. De besproken correlatie in dit onderdeel heeft een significantieniveau van één procent. Specifiek wordt de focus gelegd op de correlatie tussen de lange termijn schuldgraad en de andere variabelen die in het model zijn opgenomen. De correlatiematrix illustreert een statistisch significant positief verband tussen de lange termijn schuldgraad en de activastructuur. Dit suggereert dat ondernemingen die gekenmerkt worden door een aanzienlijke hoeveelheid tastbare en generieke activa op hun balans doorgaans een hogere lange termijn schuldgraad hebben.

Daarnaast wordt er eveneens een verband waargenomen tussen de lange termijn schuldgraad en de rendabiliteit. Er is namelijk een statistisch significant negatief verband tussen deze twee variabelen vastgesteld. Dit impliceert dat de mate van rendabiliteit een negatieve impact heeft op de schuldenpositie van een onderneming.

Verder geeft de correlatietabel aan dat er een statistisch significant negatief correlatie aanwezig is tussen de lange termijn schuldgraad en de liquiditeitsratio. Dit suggereert dat de aanwezigheid van een aanzienlijke hoeveelheid aan liquide middelen tot een lagere lange termijn schuldgraad leidt.

Naast de verbanden tussen de lange termijn schuldgraad en de activastructuur, rendabiliteitsratio en liquiditeitsratio wordt er tevens een verband opgemerkt tussen de lange termijn schuldgraad en de leeftijd van de onderzochte ondernemingen. Er blijkt namelijk een statistisch significant negatief verband te bestaan tussen de leeftijd van een onderneming en de lange termijn schuldgraad. Dit duidt erop dat ondernemingen die reeds een lange tijd actief zijn minder afhankelijk zijn van lange termijn schulden. Deze bevinding sluit aan met de resultaten van Titman en Wessel (1988). Ze stelden namelijk dat oudere ondernemingen over het algemeen gekenmerkt worden door een lagere lange termijn schuldgraad als gevolg van de reeds opgebouwd reserves.

Bovendien wordt er tevens een relatie opgemerkt tussen de lange termijn schuldgraad en de eigendomsstructuur van ondernemingen. Zoals eerder uiteengezet, wordt er middels een dummy variabele onderzocht of er een invloed is op de besluitvorming wanneer een holdingvennootschap de controle uitoefent. Op basis van de correlatieanalyse blijkt er een statistisch significant negatief verband te bestaan tussen de eigendomsstructuur en de lange termijn schuldgraad. Dit houdt in dat ondernemingen die onder controle staan van een holding over het algemeen minder lange termijn schulden aangaan dan ondernemingen die niet onder een holding vallen.

Ten slotte wordt de correlatieanalyse, tussen de lange termijn schuldgraad en de variabelen, afgerond door nader in te gaan op de relatie met de verschillende sectoren. Zoals reeds uiteengezet, maakt dit onderzoek maakt onderscheid tussen de productie-, constructie- en dienstensector. Volgens de correlatietabel wordt er een significant negatief verband waargenomen tussen de lange termijn schuldgraad en de constructiesector. Dit impliceert dat bedrijven in de constructiesector over het algemeen minder lange termijn schulden op hun balans hebben. In contrast met de constructiesector vertoont de dienstensector een positieve relatie met de lange termijn schuldgraad. Dit duidt erop dat bedrijven in de dienstensector over het algemeen een hogere lange termijn schuldgraad hebben.

## 6.2. Toetsen van hypothesen

In dit onderdeel van de studie wordt er nader ingegaan op de regressieanalyse. Middels een onderscheid van de vier onderzochte modellen zal er nagegaan worden op de vooropgestelde hypothese al dan niet verworpen zullen worden.

**Tabel 9**

Resultaten regressieanalyse

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Cosntante	-0,388 (0,034)***	0,017 (0,009)*	-0,065 (0,011)***	1,474 (0,039)***
Grootte	0,017 (0,005)***			
Activastructuur		0,433 (0,005)***		
Rendabiliteit			-1,533 (0,049)***	
Leeftijd				-0,590 (0,013)***
Liquiditeit	-0,075 (0,001)***	-0,055 (0,001)***	-0,076 (0,001)***	-0,072 (0,001)***
Eigendomsstructuur	-0,239 (0,016)***	-0,021 (0,014)	-0,311 (0,015)***	-0,136 (0,015)***
Sector				
Constructie	.	-0,043 (0,012)***	-0,224 (0,012)***	-0,139 (0,012)***
Productie	-0,065 (0,021)**	-0,093 (0,019)***	-0,150 (0,020)***	-0,043 (0,020)**
Diensten	-0,204 (0,012)***	.	.	.
R squared	0,065	0,158	0,079	0,094
N	13135	13135	13135	13135

Standaard deviatie staat tussen haakjes vermeld; \*, \*\* en \*\*\* zijn respectievelijk significant op het 10%, 5% en 1% niveau.

### 6.2.1. Model 1

De hierboven gepresenteerde regressietabel biedt een synthese van de intercorrelatie tussen de afhankelijke variabele en de veelvoudige onafhankelijke variabelen. Het eerste model onderzoekt of er sprake is van een verband tussen de grootte van een onderneming en de mate van schulden op lange termijn. Na uitvoering van een meervoudige lineaire regressieanalyse is gebleken dat er een statistisch significant positief verband bestaat tussen de grootte van een onderneming en de lange termijn schuldgraad. De bèta-coëfficiënt van 0,017 suggereert dat elke toename van één eenheid in de onafhankelijke variabele, namelijk de ondernemingsgrootte, geassocieerd is met een toename van 0,017 eenheden in de afhankelijke variabele, namelijk de lange termijn schuldgraad. Met andere woorden, een toename in de ondernemingsgrootte wordt in verband gebracht met een toename van de lange termijn schuldgraad. Aangezien de regressieanalyse een statistisch significant en positief verband aantoonde, is er niet voldoende grond om de eerste hypothese te verwerpen. Deze waarnemingen dragen bij aan het versterken van het vertrouwen in de hypothese, en suggereren dat de grootte van een onderneming een substantiële factor is bij het verklaren van de variabiliteit in de schuldgraad op de lange termijn.

Vervolgens kan geconcludeerd worden dat de controlevariabelen die in dit model zijn opgenomen enige mate van verklaringskracht vertonen. De bètacoëfficiënten van alle controlevariabelen zijn significant op het 1% of 5% niveau. Dit impliceert dat de relatie tussen de afhankelijke variabele en de controlevariabelen hoogstwaarschijnlijk niet berust op toeval, maar een daadwerkelijk statistisch verband vertegenwoordigt. Anders gezegd bestaat er een substantiële mate van zekerheid dat de positieve associatie tussen de ondernemingsgrootte en de lange termijn schuldgraad niet kan worden verklaard door willekeurige variaties in de gegevens. Daarnaast wordt er tevens het  $R^2$ -coëfficiënt nader toegelicht. Dit is een statistische maatstaf die aangeeft hoeveel van de variantie in de afhankelijke variabele wordt verklaard door het regressiemodel. In het eerste model betreft het voorgenoemde coëfficiënt 0,065. Deze waarde betekent dat het regressiemodel ongeveer 6,5 procent van de variantie in de afhankelijke variabele verklaart. Aangezien deze waarde relatief laag is, suggereert dit dat het regressiemodel slechts een beperkte mate van fit heeft met de gegevenspunten.

### 6.2.2. Model 2

Het tweede model is gericht op het onderzoek van de relatie tussen de activastructuur van een onderneming en de mate van schulden op lange termijn. Uit de uitgevoerde regressieanalyse blijkt dat er een duidelijk positief verband bestaat tussen deze variabelen. De bètacoëfficiënt van 0,433 suggereert dat elke eenheidstoename in de onafhankelijke variabele, namelijk de activastructuur, geassocieerd is met een toename van 0,433 eenheden in de afhankelijke variabele, namelijk de lange termijn schuldgraad. Met andere woorden, een toename in de tastbare en generieke activa waarover een onderneming beschikt, wordt in verband gebracht met een toename in de lange termijn schuldgraad. Opnieuw zijn de bevindingen van de regressieanalyse in overeenstemming met de hypothese, waardoor de tweede hypothese niet wordt verworpen. Deze resultaten versterken het vertrouwen in de hypothese en suggereren dat de activastructuur van een onderneming een significante rol speelt bij het verklaren van de variabiliteit in de lange termijn schuldgraad.

Net zoals in het eerste model vertonen de controlevariabelen in het tweede model tevens enige verklaringskracht. De bètacoëfficiënten van alle controlevariabelen zijn, behalve die van eigendomsstructuur, significant op het 1% niveau. Dit geeft aan dat, net zoals bij het eerste model, de relatie tussen de afhankelijke variabele en de controlevariabelen hoogstwaarschijnlijk niet berust op toeval, maar een daadwerkelijk statistisch verband vertegenwoordigt. Ten slotte werpen we ook een blik op de  $R^2$ -coëfficiënt. Het tweede regressiemodel verklaart 15,8% van de variatie in de afhankelijke variabele. Hoewel dit percentage hoger is dan in het eerste model, is de verklaringskracht nog steeds beperkt. Het tweede model kan bijgevolg slechts een beperkt deel van de variabiliteit verklaren.

### 6.2.3. Model 3

Het derde model behandelt de relatie tussen de rendabiliteit van een kleine of middelgrote onderneming en de lange termijn schuldgraad. De resultaten van de regressieanalyse onthullen een negatief verband tussen de betreffende variabelen. Dit houdt in dat naarmate de rendabiliteit van een onderneming stijgt, de lange termijn schuldgraad afneemt. De regressieanalyse leidt tot een bèta-coëfficiënt van -1,533 met een standaardafwijking van 0,049. Dit betekent dat een toename van één eenheid in rendabiliteit gemiddeld leidt tot een afname van 1,533 eenheden in de lange termijn schuldgraad. De standaardafwijking van 0,049 geeft aan dat de dataset gemiddeld afwijkt met 0,049 eenheden van het gemiddelde. Hieruit kan geconcludeerd worden dat er een lage variabiliteit wordt waargenomen in de waarden die zijn waargenomen. Net zoals het eerste en tweede model, zijn de resultaten van de regressieanalyse in overeenstemming met de vooropgestelde hypothese. Hierdoor wordt de hypothese niet verworpen op basis van de resultaten van deze regressieanalyse.

Net zoals in vorige twee modellen demonstren de controlevariabelen in het derde model een zekere verklaringskracht. De bèta coëfficiënten van alle controlevariabelen zijn significant op het 1% niveau. Deze bevinding suggereert dat de relatie tussen de afhankelijke variabele en de controlevariabelen hoogstwaarschijnlijk niet willekeurig is, maar daadwerkelijk een statistisch verband weergeeft, vergelijkbaar met wat werd waargenomen in de voorgaande modellen. Als laatste onderdeel van het derde model wordt er een nadere blik geworden omtrent de  $R^2$ -coëfficiënt. In het derde model betreft het  $R^2$ -coëfficiënt 0,078. Deze waarde betekent dat het regressiemodel ongeveer 7,8 procent van de variantie in de afhankelijke variabele verklaart. Aangezien deze waarde relatief laag is, suggereert dit dat het regressiemodel slechts een beperkte mate van fit heeft met de gegevenspunten.

### 6.2.4. Model 4

Het vierde, en tevens het laatste, model behandelt in de invloed van de leeftijd van een onderneming op de lange termijn schuldgraad. Na afloop van een meervoudige lineaire regressieanalyse bleek dat er een statistisch significant negatief verband bestaat tussen de leeftijd en de lange termijn schuldgraad. Dit betekent dat naarmate een onderneming ouder wordt, de lange termijn schuldgraad afneemt. Met een bèta-coëfficiënt van -0,590 en een standaardafwijking van 0,013 kan er gesteld worden dat er met een lage variabiliteit sprake is van een negatieve relatie. Dit is in lijn met de vierde hypothese. Dit leidt er bijgevolg toe dat de vierde hypothese niet kan verworpen worden middels de resultaten van bovenstaande analyse.

Tot slot wordt er, zoals bij de andere modellen, even stil gestaan bij de diverse controlevariabelen. De bèta-coëfficiënten van alle controlevariabelen zijn significant op het 1% of 5% niveau. Dit impliceert dat de relatie tussen de afhankelijke variabele en de controlevariabelen hoogstwaarschijnlijk niet toevallig is, maar een daadwerkelijk statistisch verband vertegenwoordigt. Afsluitend wordt er nog even ingegaan op de  $R^2$ -coëfficiënt. Deze betreft namelijk 0,094 in het laatste model. Zoals in de vorige modellen is deze waarde niet heel hoog. Dit betekent dat de verklaringskracht relatief beperkt is.

## 7. Conclusie

Het voornaamste doel van deze masterproef betreft het verwerven van inzichten aangaande de financieringsbeslissingen van Belgische KMO's. Deze financieringsbeslissingen worden over het algemeen benaderd vanuit twee theoretische perspectieven. Enerzijds is er de trade off theory, die suggereert dat ondernemingen een afweging dienen te maken betreffende de voor- en nadelen die gerelateerd zijn aan schuldfinanciering. Anderzijds is er de pecking order theory, die stelt dat er een bepaalde hiërarchie aanwezig is met de betrekking tot de keuze aangaande financieringsvorm. Met als doel een beter zicht te krijgen aangaande welke theorie de meeste verklarende kracht heeft in de Belgische context, werd deze studie aangevraagd.

De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt: "Wat beïnvloedt de kapitaalstructuur van kleine tot middelgrote Belgische ondernemingen?". Om een verklaring te krijgen voor deze onderzoeksvraag werden er vier hypothesen geformuleerd, die gebaseerd zijn op de aannames van de eerder genoemde theoretische perspectieven. Het uiteindelijke doel van deze analyse was om een robuuste verklaring te verkrijgen met betrekking tot welke factoren de kapitaalstructuur van Belgische kleine en middelgrote ondernemingen beïnvloeden.

De eerste hypothese richt zich op het onderzoek naar de dynamiek tussen de grootte van een onderneming en de lange termijn schuldgraad. Volgens het baanbrekende werk van Altman (1968) kunnen verschillende financiële variabelen worden benut om een veelzijdige beoordeling te verschaffen met betrekking tot de waarschijnlijkheid van een faillissement. Eén van deze variabelen omvat de grootte van een onderneming. Het nauwgezette onderzoek van Altman (1968) leidt tot de conclusie dat kleinere ondernemingen over het algemeen een verhoogd risico op een dreigend faillissement vertonen. Deze bevindingen vinden later steun in de analyses van vooraanstaande academici, zoals Warner (1977) en Ang et al. (1982).

De gedetailleerde resultaten van de regressieanalyse tonen onmiskenbaar een systematische positieve coëfficiënt aan tussen de grootte van een onderneming en de lange termijn schuldgraad. Deze bevindingen zijn in overeenstemming met de gevestigde literatuur gepresenteerd door voornoemde academici. Deze uitkomsten sluiten tevens aan bij de bevindingen van de trade-off theory (Modigliani en Miller, 1958). De trade-off theory betoogt namelijk dat de kritieke beslissingen omtrent financiering worden beïnvloed door een afweging van de potentiële voordelen en nadelen die schuilgaan achter schuldfinanciering.

Daarbovenop kunnen we met zekerheid stellen dat de empirische bevindingen tevens overeenkomstig zijn met de pecking order theory, zoals uiteengezet door Myers (1984). Deze theoretische benadering beklemtoont dat ondernemingen financieringsbeslissingen maken gebaseerd op een bepaalde rangorde. In de regel wordt opgemerkt dat langlopende schuldfinanciering niet adequaat is voor de betreffende kleinere ondernemingen. Bijgevolg richten zij hun zoektocht op alternatieve financiële opties binnen de beproefde pecking order.



De tweede hypothese veronderstelt een positieve relatie tussen de samenstelling van de activastructuur van een KMO en de lange termijn schuldgraad. Degryse et al. (2010) stellen dat de hoeveelheid tastbare en generieke activa van een onderneming een positief effect heeft op het totale risiconiveau. Deze stelling baseert zich op het feit dat de activa kan fungeren als onderpand. De resultaten van de regressieanalyse postuleren, in lijn met de hypothese, dat er een positieve verband is tussen variabelen. Deze bevinding sluit aan met de trade-off theory en de pecking order theory.

In de trade-off-theorie presenteren Modigliani en Miller (1963) een theoretisch kader waarin zij stellen dat er een positief verband aanwezig is tussen onderpand en schuldfinanciering. De aanwezigheid van tastbare en generieke activa biedt een mechanisme van zekerheid voor de kredietverstrekker. Potentiële risico's die voortvloeien uit het onvermogen van de schuldenaar om aan zijn verplichtingen te voldoen, worden namelijk aanmerkelijk verminderd. Door de aanwezigheid van onderpand wordt het vertrouwen in de kredietnemer dusdanig versterkt dat kredietverstrekkers geneigd zijn om een verhoogd niveau van leverage toe te staan. Volgens de pecking order theory wordt onderpand gezien als een mechanisme dat asymmetrische informatieproblemen beperkt. Bijgevolg is er sprake een positieve relatie tussen onderpand en lange termijn schuldfinanciering.

Vervolgens werd hypothese drie onderworpen aan een analyse van de rendabiliteit van Belgische KMO's in relatie tot hun lange termijn schuldgraad. De bevindingen onthullen een significant negatief verband tussen de voorgenoemde variabelen. Dit komt wederom overeen met de academische literatuur die aan de basis ligt van dit onderzoek. Myers (1984) stelt in de pecking order theory dat er een negatieve correlatie te bemerken valt tussen de rendabiliteit en de lange termijn schuldgraad. Daarnaast benadrukt de theorie dat ondernemingen de voorkeur geven aan interne financieringsbronnen boven externe financiering. De reden hiertoe heeft betrekking op de informatieasymmetrie en de kosten gerelateerd aan externe financiering. Een hogere rendabiliteit wijst op een grotere capaciteit om intern middelen te gebruiken. Dit leidt ertoe dat de afhankelijkheid van schuldfinanciering wordt verminderd en de behoefte aan externe financiering afneemt.

Als laatste onderdeel van de studie werd de relatie tussen de leeftijd van een Belgische KMO afgetoetst aan de lange termijn schuldgraad. Na afloop van een meervoudige lineaire regressieanalyse bleek dat er een statistisch significant negatief verband bestaat tussen de leeftijd en de lange termijn schuldgraad. Dit is, net zoals bij de andere hypothesen, overeenkomstig met de academische literatuur. Deze hypothese sluit wederom aan bij de pecking order theory van Myers (1984). Deze theoretische benadering stelt dat bedrijven financiële beslissingen nemen volgens een bepaalde rangorde. Jongere bedrijven hebben over het algemeen beperkte interne middelen en zijn daarom genoodzaakt om externe financieringsbronnen aan te spreken. Daarentegen hebben oudere bedrijven vaak interne financiële reserves kunnen opbouwen, waardoor ze deze kunnen gebruiken wanneer ze behoefte hebben aan financiële middelen. Dit illustreert de hiërarchische aard van de financieringsvoorkeuren van bedrijven op basis van hun levensfase en de beschikbaarheid van interne middelen.

Op basis van de empirische resultaten voortvloeiend uit de bovengenoemde hypothesen kan worden geconcludeerd dat zowel de trade-off theory als de pecking order theory een substantieel analytisch kader bieden voor het begrijpen en verklaren van financieringsbeslissingen binnen het specifieke domein van Belgische KMO's. Conform de standpunten van de trade-off theory wordt in dit onderzoek geconcludeerd dat Belgische KMO's een doordachte afweging maken aangaande hun financieringsbeslissingen. Ze baseren zich namelijk op een zorgvuldige evaluatie van de potentiële voordelen en nadelen vooraleer een bepaalde beslissing wordt genomen. Bovendien kan worden geconcludeerd dat het perspectief van Modigliani en Miller met betrekking tot onderpand en lange termijn schulden wordt bevestigd in de context van Belgische KMO's.

Binnen het theoretisch raamwerk van de pecking order theory wordt er gesteld dat er een bepaalde hiërarchie heerst in de financieringsbeslissingen. Zo kan er gesteld worden dat de grootte van een onderneming en rol in de beschikbare financieringsmogelijkheden waarop ze kunnen beroepen. Bovendien wordt er opgemerkt dat de activastructuur mede verantwoordelijk is voor de opties die een KMO heeft. Onderpand biedt namelijk een essentieel waarborgmechanisme voor kredietverstrekkers. Dit kan doorslaggevend zijn in het kader van lange termijn schuldfinanciering. Daarnaast wordt de rendabiliteit van een KMO in overweging genomen als een factor die de financieringsbeslissingen beïnvloedt. Indien een KMO over aanzienlijke interne middelen beschikt, wordt de voorkeur gegeven aan interne financiering boven externe financiering. Tot slot wordt er opgemerkt dat de leeftijd van een KMO een invloed uitoefent op de kapitaalstructuur. Oudere KMO's hebben doorgaans financiële reserves opgebouwd. Dit leidt ertoe dat de KMO's deze reserve kunnen aanwenden wanneer ze een behoefte hebben aan financiële middelen. Concluderend kan er worden gesteld dat zowel de pecking order theory als de trade-off theory een verklaringskracht omvatten binnen het kader van dit onderzoek de Belgische KMO's.

Vervolgens worden de beperkingen inherent aan dit onderzoek kort uiteengezet. Ten eerste dient nadrukkelijk te worden vermeld dat de resultaten uitsluitend van toepassing zijn op Belgische KMO's en niet generaliseerbaar zijn naar andere geografische regio's of bedrijfsomgevingen. Deze beperking is voornamelijk ingegeven door de omvangrijke totale populatie van Belgische KMO's, waardoor een strategisch gebruik van een willekeurige steekproef van 13.135 entiteiten is gehanteerd. Het nemen van een steekproef introduceert inherent het risico van selectiebias en beperkte representativiteit, waardoor voorzichtigheid geboden is bij het extrapoleren van de resultaten naar de bredere KMO-populatie.

Daarnaast moet worden opgemerkt dat de selectie van de steekproef uitsluitend heeft plaatsgevonden onder Belgische KMO's die alle benodigde gegevens hebben verstrekt. Deze selectiecriteria kunnen potentiële vertekeningen veroorzaken, aangezien niet alle kleine ondernemingen dezelfde bereidheid of mogelijkheid hebben om alle relevante gegevens ter beschikking te stellen. Hierdoor kan er sprake zijn van een zekere vertekening in de verzamelde gegevens, wat de algemene geldigheid van de bevindingen kan beïnvloeden.

Bovendien is het belangrijk op te merken dat de tijdsspanne van het onderzoek beperkt is tot de jaren 2017 tot en met 2021. Dit impliceert dat de gegevens en conclusies mogelijk niet van toepassing zijn op voorgaande of daaropvolgende jaren. De economische en bedrijfsomgeving is dynamisch en onderhevig aan veranderingen, en het ontbreken van gegevens buiten deze specifieke tijdsperiode kan leiden tot een beperking in de generaliseerbaarheid van de resultaten.

Als laatste onderdeel van de conclusie worden er aanbevelingen opgesteld die in overweging genomen kunnen worden in toekomstig onderzoek. De grondslag van deze studie zit geworteld in de trade-off theorie en de pecking order theorie. Deze theorieën houden voornamelijk rekening met de onderneming enerzijds en de schuldeisers en aandeelhouders anderzijds. Het zou in de toekomst interessant kunnen zijn om een soortgelijk onderzoek uit voeren waarbij het theoretisch kader gevormd wordt door recentere kapitaalstructuurtheorieën zoals de organisatietheorie van Myers (1994) die rekening houdt met meerdere stakeholders.

Daarnaast zou het van waarde kunnen zijn om een vergelijkende studie te verrichten waarin de pecking order theorie wordt vergeleken tussen KMO's en grote ondernemingen. Een dergelijk onderzoekstraject kan inzicht bieden in de asymmetrische informatiestructuren die inherent zijn aan verschillende bedrijfstypen.

## 8. Bronnenlijst

- Abel, A. B. (2018). Optimal Debt and Profitability in the Trade-Off Theory. *Journal of Finance*, 73(1), 95–143. <https://doi.org/10.1111/jofi.12590>
- Ahmeti, F., en Prenaj, B. (2015). A Critical Review of Modigliani and Miller's Theorem of Capital Structure. *Social Science Research Network*.
- Aleman, L., en Andreoli, J. J. (2018). *Entrepreneurial Finance: The Art and Science of Growing Ventures*. Cambridge University Press.
- Ambrose, J. (2012). Venture capital: The all-important MSMEs financing strategy under neglect in Kenya. *International Journal of Business and Social Science*, 3(21).
- Ang, J., Chua, J. en McConnell J. (1982). "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note." *Journal of Finance*, 37, 219-26.
- Baugnet, V., en Wuyts, G. (2006). De rol van de aandelen in de financiering van de Belgische vennootschappen. *Economic Review*, 2, 35-48.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., en Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, 89(3), 467–487.
- Berger, A. N., en Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6–8), 613–673.
- Berk, J. B., Stanton, R., en Zechner, J. (2010). Human Capital, Bankruptcy, and Capital Structure. *Journal of Finance*, 65(3), 891–926.
- Brennan, M. J., en Schwartz, E. S. (1978). Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure. *The Journal of Business*, 51(1), 103.
- Cassar, G., en Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and finance*, 43(2), 123–147.
- Chen, L.-J., en Chen, S. (2011). How the pecking-order theory explain capital structure. *Journal of International Management Studies*, 6(3), 92-100.
- Chen, J. H., en Chen, W. H. (2012). Contractor costs of factoring account receivables for a construction project. *Journal of Civil Engineering and Management*, 18(2), 227-234.

- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., en Chang, E. P. C. (2007). Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms. *Journal of Business Research*, 60(10), 1030–1038.
- Croce, A., D'Adda, D., en Ughetto, E. (2015). Venture capital financing and the financial distress risk of portfolio firms: How independent and bank-affiliated investors differ. *Small Business Economics*, 44(1), 189–206.
- Daskalakis, N., en Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied Financial Economics*, 18(2), 87–97.
- De La Torre, A., Peria, M. S. M., en Schmukler, S. L. (2010). Bank involvement with SMEs: Beyond relationship lending. *Journal of Banking and Finance*, 34(9), 2280–2293.
- DeAngelo, H., en Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3–29.
- Donaldson, G. A. (1962). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. *Journal of Finance*, 17(3), 554.
- Durinck, E., Laveren, E., Van Hulle, C., en Vandenbroucke, J. (1996). Financieringsgedrag in Belgische ondernemingen: "pecking order" versus "target adjustment" model. *RePEc: Research Papers in Economics*.
- Elitzur, R., en Gaviols, A. (2003). Contracting, signaling, and moral hazard: a model of entrepreneurs, 'angels,' and venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 709-725.
- Enromano, D., Tanewski, G., en Smyrniotis, K. (2001). Ownership structure, board composition and the performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 185-209.
- Fletcher, M. L. M., Umarov, U., Sultanov, M. A., en Freeman, R. L. (2005). Leasing in development : lessons from emerging economies. *RePEc: Research Papers in Economics*, 1–78.
- Fosberg, R.H. (2004). "Agency problems and debt financing: leadership structure effects", *Corporate Governance*, Vol. 4 No. 1, pp. 31-38.

- Ganbold, B. (2008). Improving access to finance for SME : international good experiences and lessons for Mongolia. *Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization*.
- Green, R. (1984). "Investment Incentives, Debt, and Warrants." *Journal of Financial Economics*, 13, 115-35.
- Harris, M., en Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., en Michaelas, N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs. *Journal of Business Finance en Accounting*, 31(5/6), 711-728.
- Hernández-Cánovas, G., en Martínez-Solano, P. (2010). Relationship lending and SME financing in the continental European bank-based system. *Small Business Economics*, 34(4), 465-482.
- Peters, M. A., en Hisrich, R. D. (1994). Entrepreneurship: Starting, Developing, and Managing a New Enterprise. *3rd edition, Irwin, Chicago*.
- Hovakimian, A., Opler, T. C., en Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1.
- Howe, J. (2008). Crowdsourcing: How the power of the crowd is driving the future of business. *Random House*.
- Huyghebaert, N. (2006). On the Determinants and Dynamics of Trade Credit Use: Empirical Evidence from Business Start-ups. *Journal of Business Finance en Accounting*, 33(1-2), 305-328.
- Ivanovic, S., Baresa, S., en Sinisa, B. (2011). Factoring: Alternative model of financing. *UTMS Journal of Economics*, 2(2), 189-206.
- Jasra, J. M., Hunjra, A. I., Rehman, A. U., Azam, R. I., en Khan, M. A. (2012). Determinants of business success of small and medium enterprises.
- Jensen, M. C., en Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

- Keasey, K., en McGuinness, P. (1990). Small new firms and the return to alternative sources of finance. *Small Business Economics*, 2(3), 213-222.
- Kleemann, F., Voß, G. G., en Rieder, K. (2008). Un(der) paid innovators: The commercial utilization of consumer work through crowdsourcing. *Science, technology en innovation studies*, 4(1), PP-5.
- Klette, T. J., Moen, J., en Griliches, Z. (2000). Do subsidies to commercial RenD reduce market failures? *Microeconomic evaluation studies. Research Policy*, 29(4), 471-495.
- Kraja, Y. B., Osmani, E., en Molla, F. (2014). The Role of the Government Policy for Support the SME-s. *International Journal of Interdisciplinary Research SIPARUNTON*, 1(4).
- Kraus, A., en Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Kortum, S., en Lerner, J. (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *The RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692
- Kumar, S., en Rao, P. (2015). A conceptual framework for identifying financing preferences of SMEs. *Small Enterprise Research*, 22(1), 99-112.
- Lambert, T., en Schwenbacher, A. (2010). An empirical analysis of crowdfunding. *Social Science Research Network*, 1578175, 1- 23.
- Lee, S., en Persson, P. (2016). Financing from family and friends. *The Review of Financial Studies*, 29(9), 2341-2386.
- López-García, J., en Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31(2), 117-136.
- Mason, C. M., en Harrison, R. T. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. *Venture Capital*, 10(4), 309-330.
- Mateev, M., en Ivanov, K. (2011). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from Central and Eastern Europe Panel Data. *Quarterly Journal of Finance en Accounting*, 50(1), 115-143.
- McMahon, R. G., en Stanger, C. W. (1995). The effects of ownership structure and control on corporate productivity. *Journal of Corporate Finance*, 1(3-4), 301-323.
- Metzler T. (2011), *Venture financing by crowdfunding*, GRIN Verlag, Norderstedt, Germany.

- Michaelas, N., Chittenden, F., en Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, 12(2), 113–130.
- Miglo, A. (2010). The Pecking Order, Trade-Off, Signaling, and Market-Timing Theories of Capital Structure: A Review. *SSRN Electronic Journal*.
- Miller, D., en Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73- 87.
- Modigliani, F., en Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., en Miller, M. H. (1963), 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction', *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 433–43.
- Mondal, D., en Shrivastava, A. (2016). Angel Funds: The New Type of Alternative Investment Fund in India. *IUP Law Review*, 6(4).
- Mol-Gómez-Vázquez, A., Hernández-Cánovas, G., en Köeter-Kant, J. (2019). The Use of Leasing in Financially Constrained Firms: An Analysis for European SMEs. *Finance a Uver*, 69(6), 538-557.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147–175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575.
- Myers, S. C., en Majluf, N. S. (1984). Corporate financing en investment decision when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Myers, S.C., Capital Structure, *Journal of Economic Perspectives*, 15, no.2 (2001), pp 81-102.
- Nassr, I. K., en Wehinger, G. (2016). Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2015(1), 49-84.
- Nistor, I. E., en Popescu, D.-R. (2013). Romanian SMEs Financing Options: An Empirical Analysis. *Finance: Challenges of the Future*, 15, 12–21.
- Numan, H. H., en Schreurs, E. (2021). Betekenis-definitie kapitaalstructuur: Ook: financieringsstructuur - DFB | De Financiële Begrippenlijst.



- Ortiz-Molina, H., en Penas, M. (2006). Lending to small business: The role of loan maturity in addressing information problems. *Small Business Economics*, 30, 361– 383.
- Ou, C., en Haynes, G. W. (2006). Acquisition of additional equity capital by small firms—findings from the national survey of small business finances. *Small Business Economics*, 27(2), 157-168.
- Petersen, M., en Rajan, R. (1994). The benefits of lending relationships. *Journal of Finance*, 49, 3–37.
- Potter, J., en Proto, A. (2007). Promoting Entrepreneurship in Southeast Europe: Policies and Tools. *OECD Papers*, 6(12).
- Psillaki, M., en Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33(3), 319–333.
- Radisic, M., Todorovic, S., en Mirkovic, M. (2017). Compensations and their impact within SMEs. *XVII International Scientific Conference on Industrial Systems*, Novi Sad, Serbia.
- Rajan, R. en Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Ramalho, R., Bandeira-de-Mello, R., en Fernandes, M. (2018). Capital structure determinants: New evidence from a panel data analysis. *International Review of Financial Analysis*, 59, 1-14.
- Robichek, A. A., en Myers, S. C. (1966). Problems in the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1(2), 1–35.
- SAFE. (2020). Survey on the Access to Finance of Enterprises.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473–521.
- Scherr, F. C., T. F. Sugrue, and J. B. Ward, 1993, Financing the small firm startup: determinants for debt use, *Journal of Small Business Finance*, 3(1), 17–36.
- Scott, J. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 33.

- Serrasqueiro, Z., Leitão, J., en Smallbone, D. (2021). Small- and medium-sized enterprises (SME) growth and financing sources: Before and after the financial crisis. *Journal of Management and Organization*, 27(1), 6-21.
- Shyam-Sunder, L., en Myers, S. C. (1999). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Smith, C. (1979). Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants." *Journal of Financial Economics*, 7, 117-61.
- Sohl, J. (2012). The changing nature of the angel market. *The handbook of research on venture capital*, 2, 17-41.
- Stiglitz J.E., Weiss A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71 (3), 393-410.
- Strausz, R. (2017). A Theory of Crowdfunding: A Mechanism Design Approach with Demand Uncertainty and Moral Hazard. *American Economic Review*, 107(6), 1430-1476.
- Thornhill, S., Gellatly, G., en Riding, A. (2004). Growth history, knowledge intensity and capital structure in small firms. *Venture Capital*, 6(1), 73-89.
- Titman, S. en R. Wessels, 1988, The determinants of capital structure choice, *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- UNIZO. (2021). Economisch belang van KMO's in België.
- Vasilescu, L. G. (2010). Factoring-financing alternative for SMEs. In 5th Annual MIDES International Conference, Kavala.
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison, *Journal of Financial Research* 22(2), 161-187.
- Warner, J. (1977). "Bankruptcy Costs: Some Evidence." *Journal of Finance* 32, 337-47.
- Wilson, N., en Summers, B. (2002). Trade credit terms offered by small firms: survey evidence and empirical analysis. *Journal of Business Finance en Accounting*, 29(3-4), 317-351.
- Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of financial economics*, 27(2), 419-444.

Zoppa, A., en McMahon, R. G. (2002). Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's business longitudinal survey. *Small Enterprise Research*, 10(2), 23-41.

## 9. Bijlagen

### Bijlage 1

Opdeling sectoren

Sectie	Omschrijving	Toekenning
A	Landbouw, bosbouw en visserij	Productie
B	Winning van delfstoffen	Constructie
C	Industrie	Productie
D	Productie en distributie van elektriciteit, gas, stoom en gekoelde lucht	Productie
E	Distributie van water; afval- en afvalwaterbeheer en sanering	Constructie
F	Bouwnijverheid	Constructie
G	Groot- en detailhandel; reparatie van auto's en motorfietsen	Constructie
H	Vervoer en opslag	Diensten
I	Verschaffen van accommodatie en maaltijden	Diensten
J	Informatie en communicatie	Diensten
K	Financiële activiteiten en verzekeringen	Diensten
L	Exploitatie van en handel in onroerende goederen	Diensten
M	Vrije beroepen en wetenschappelijke en technische activiteiten	Diensten
N	Administratieve en ondersteunende diensten	Diensten
O	Openbaar bestuur en defensie; verplichte sociale verzekeringen	Diensten
P	Onderwijs	Diensten
Q	Menselijke gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening	Diensten
R	Kunst, amusement en recreatie	Constructie
S	Overige diensten	Diensten
T	Huishoudens als werkgever; niet-gedifferentieerde productie van goederen en diensten door huishoudens voor eigen gebruik	Productie
U	Extraterritoriale organisaties en lichamen	Diensten