



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

Een test van de stakeholder theorie van de kapitaalstructuur

Bram Hertogen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

dr. Katrien JANSEN



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

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 toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

Een test van de stakeholder theorie van de kapitaalstructuur

Bram Hertogen

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

dr. Katrien JANSEN

Woord vooraf

Geachte lezer,

Het is met trots dat ik mijn masterproef voorleg als afronding van mijn academische studie Toegepaste Economische Wetenschappen. Deze opleiding heb ik de voorbije 4 jaar met veel toewijding en interesse doorlopen. Een opleiding die me opportuniteiten en uitdagingen bood om mezelf te ontwikkelen en mij de kans gaf mezelf te verdiepen in het brede economische domein. Het was een traject dat in de eerste twee bachelorjaren in bijzondere omstandigheden verliep, maar eveneens de basis legde voor de komende jaren en de nodige ervaringen. Deze masterproef is dan ook het resultaat van een lang, intensief maar eveneens een zeer leerrijk traject waarin ik nieuwe inzichten verwierf over de kapitaalstructuur van Belgische bedrijven en de stakeholder theorie. Door deze masterthesis leerde ik om nieuwe onderzoekstechnieken te gebruiken, die ik voordien niet beheerste. De keuze van dit onderwerp was geen sinecure, aangezien ik een onderwerp zocht dat niet alleen theoretisch uitdagend was, maar ook een praktische relevantie had en een impact kon hebben op de economische realiteit.

Graag wil ik ook nog enkele personen bedanken die mij tijdens dit onderzoek de nodige ondersteuning hebben geboden. Allereerst wil ik mijn promotor Dr. Katrien Jansen bedanken voor de begeleiding, feedback en samenwerking doorheen het schrijven van deze masterproef. Verder wil ik graag mijn ouders, broer en zus bedanken voor hun steun, geloof en advies gedurende het schrijven van de masterthesis. Tot slot wil ik ook mijn vrienden bedanken voor de steun en motivatie. Zelf kijk ik met trots terug op de geleverde prestaties, die ik met de nodige motivatie, inzet en volharding behaald heb en die geleid hebben tot het afleveren van deze masterproef.

Ik wens u dan ook veel leesplezier toe,

Bram Hertogen

Hoeselt, Mei 2023

Samenvatting

De kapitaalstructuur van een onderneming is een belangrijk economisch onderzoeksdomein. De kapitaalstructuur kan gedefinieerd worden als de wijze waarop een onderneming haar totale activiteiten en groei financiert door gebruik te maken van verschillende financieringsbronnen, bestaande uit een mix van schulden en eigen vermogen. De kapitaalstructuur is enorm belangrijk, aangezien faillissementen van bedrijven vaak te wijten zijn aan de verkeerde beleidsbeslissingen van bedrijfsleiders met betrekking tot de balans van de kapitaalstructuur. De zoektocht naar de optimale kapitaalstructuur is al door menig onderzoekers bestudeerd en heeft geleid tot verschillende theorieën. Eén van deze theorieën is de stakeholder theorie. Deze theorie beschreven door Freeman (1958), gaat ervan uit dat bedrijven rekening moeten houden met hun verschillende stakeholdersgroepen (werknemers, klanten, leveranciers, crediteuren...) bij het maken van beslissingen aangaande de kapitaalstructuur. Deze masterproef tracht te achterhalen of de stakeholder theorie van toepassing is op de kapitaalstructuur van Belgische KMO's. Dit gebeurt aan de hand van de financiële gegevens van Belgische KMO's over de periode 2014-2021, verkregen uit de Bel-First database. Het onderzoek van de invloed van de stakeholder theorie werd toegepast op een representatieve steekproef bestaande uit 1.763 Belgische KMO's. Om een antwoord te kunnen bieden op de onderzoeksvraag, werden er 4 verschillende hypothesen opgesteld. Deze gegevens werden via Microsoft Excel verwerkt, om zo in STATA 18.1 de nodige analyses en regressies te kunnen uitvoeren.

De vier hypothesen onderzochten de invloed van een bepaald personeelsbeleid op de kapitaalstructuur van een onderneming. Voor het testen van deze hypothesen werden vier controlevariabelen toegevoegd: de winstgevendheid (winst per werknemer), de grootte van de onderneming (in VTE), de vaste activa per werknemer en het aantal activiteitsjaren van de onderneming. Deze controlevariabelen werden in de analyse opgenomen om na te gaan of ze de relatie tussen de onafhankelijke variabele en de afhankelijke variabele beïnvloedden. De eerste hypothese onderzocht of Belgische KMO's met een hoge schuldgraad gemiddeld een hogere loonkost per werknemer hebben. Door middel van een Pearson correlatie en nadien een regressie kon deze hypothese weerlegd worden en is gebleken dat Belgische KMO's met een hoge algemene schuldgraad geen hogere loonkost per VTE hebben en dus geen hogere loonkost hebben. De tweede hypothese onderzocht de relatie tussen de sociale voordelen per werknemer en de algemene schuldgraad van een Belgische KMO. Voor het testen van deze hypothese werden opnieuw een Pearson correlatie en een regressieanalyse uitgevoerd. De testresultaten toonden dat er geen significante correlatie bestond tussen de schuldgraad en de sociale voordelen per werknemer. De derde hypothese onderzocht de invloed van een genderdivers bestuur op de kapitaalstructuur van een onderneming. Economische literaire bronnen wezen reeds uit dat vrouwen meer risico-avers zijn dan mannen. Dit betekent dat vrouwen eerder geneigd zijn om beslissingen te nemen, die een laag risico inhouden. Terwijl mannen eerder geneigd zijn om beslissingen met een hoger risico te nemen. In de context van schulden werd dan ook vastgesteld dat bedrijven met een genderdivers bestuur, een lagere schuldgraad hebben door de aanwezigheid van vrouwelijke bestuurders. Om deze hypothese te testen werd er een dummy-variabele gecreëerd door in Bel-First een onderscheid te maken tussen ondernemingen die uitsluitend aangestuurd werden door mannen en bedrijven

waar minstens één vrouw een directiefunctie bekleedde. De resultaten toonden geen statistisch significant verband aan tussen de aanwezigheid van minstens één vrouwelijk directielid en de schuldgraad van Belgische KMO's. De vierde en laatste hypothese onderzocht of er een relatie was tussen het personeelsverloop en de kapitaalstructuur van een onderneming. Voor het berekenen van het personeelsverloop werden het aantal uitgetreden werknemers (in VTE's) gedeeld door het aantal VTE's in de onderneming. Op basis van dit turnover percentage kon de relatie onderzocht worden. De Pearson correlatie en de regressieanalyse toonden aan dat Belgische KMO's met een hoge algemene schuldgraad geen hoger personeelsverloop kennen.

Dit onderzoek is dan ook zeker en vast relevant te noemen. Het onderzoek is niet enkel van theoretisch belang, maar het onderwerp is ook praktisch relevant en heeft een impact op de economische realiteit. In een bedrijfswereld waar duurzaamheid en maatschappelijk verantwoord ondernemen centraal staan, kan de stakeholder theorie een invloed hebben op de ondernemingen van vandaag. Dit houdt in dat ondernemingen aandacht voor mensenrechten, consumentenbelangen en sociale, ethische en milieukwesties in hun activiteiten en strategie integreren en dit in nauwe samenwerking met hun stakeholders. Hierbij willen bedrijven zoveel mogelijk gedeelde waarde creëren voor hun aandeelhouders, hun stakeholders en de samenleving als geheel. Daarnaast trachten bedrijven mogelijke negatieve effecten op te sporen, te voorkomen en te verminderen. Literaire bronnen toonden reeds aan dat de stakeholder theorie zorgde voor een beter corporate governance proces, waarbij bedrijven veel meer geneigd zijn om belanghebbenden zoals leveranciers, klanten en werknemers op te nemen in hun raden van bestuur. Daarnaast zorgt de stakeholder theorie voor een verbeterde flexibiliteit en zorgt het verbeteren van de sociale prestaties van het bedrijf zowel op korte als lange termijn voor een positieve verbetering van de financiële prestaties van het bedrijf. Naast deze voordelen brengt de stakeholder theorie toch ook enkele nadelen met zich mee. Zo kan het leiden tot meer complexiteit wanneer een onderneming rekening houdt met verschillende stakeholdersgroepen en zal het ook kunnen leiden tot meer potentiële conflicten.

Deze masterproef deed onderzoek naar de invloed van de stakeholder theorie en hiervoor werden de financiële gegevens van Belgische KMO's gebruikt van 2014 tot 2021. Een beperking hierbij is dat Belgische KMO's hun jaarrekening in een verkort model mogen publiceren waardoor er minder informatie per rubriek aanwezig is. Indien deze informatie wel ter beschikking was, kon een grotere steekproef geselecteerd worden. Daarnaast was er ook geen onderverdeling van de directiefuncties aanwezig in de Bel-First database, waardoor ook niet specifiek gekeken kon worden naar de invloed van vrouwelijke bestuurders in een bepaalde functie op de kapitaalstructuur van een onderneming. Ook ontbraken de gegevens van 2022, waardoor er jammer genoeg belangrijke inzichten verloren gegaan zijn, die te maken hebben met het herstel van de economie na de COVID-19 pandemie. Toch biedt de stakeholder theorie heel wat kansen voor toekomstig onderzoek. Zo kan in de toekomst onderzocht worden wat de invloed is van andere stakeholdersgroepen op de kapitaalstructuur van een onderneming en kan er gekeken worden naar de geografische verschillen in kapitaalstructuur.

Inhoudstafel

Woord vooraf	1
Samenvatting	3
Lijst tabellen	7
1) Inleiding	9
2) Literatuurstudie	13
2.1 Irrelevance Theorem	13
2.2 Trade-off theorie	14
2.3 Pecking Order theorie	16
2.4 Stakeholder theorie	17
2.4.1 Introductie	17
2.4.2 Definitie Stakeholder theorie	18
2.4.3 De 3 types van stakeholder theorie	21
2.4.4 Voordelen van de stakeholder theorie	22
2.4.5 Nadelen van de stakeholder theorie	23
3) Hypotheseopbouw	25
4) Data en methodologie	27
4.1 Steekproefbepaling	27
4.2 Methodologie	30
5) Onderzoeksvariabelen	33
5.1 Hypothese 1	33
5.1.1 Afhankelijke variabele	33
5.1.2 Onafhankelijke variabele	33
5.2 Hypothese 2-3-4	34
5.2.1 Afhankelijke variabele	34
5.2.2 Onafhankelijke variabelen	34
5.2.3 Controlevariabelen	35
6) Resultaten	37
6.1 Descriptieve Analyse	37
6.2 Regressieanalyse	40
7) Conclusie en discussie	45
8) Bibliografie	47

Lijst tabellen

Tabel 1: NACE-BEL 2008 codes en bijhorende sectoren	27
Tabel 2: Bel-First definitie van een KMO met criteria	28
Tabel 3: Samenstelling steekproef	28
Tabel 4: Onderverdeling steekproef per sector	29
Tabel 5: Kenmerken steekproef	30
Tabel 6: Descriptieve analyse	37
Tabel 7: Tijdsanalyse hypothese 3	38
Tabel 8: Correlatiematrix	40
Tabel 9: Regressieanalyse	42

1) Inleiding

Binnen het brede economische en financiële onderzoeksdomein is er reeds veel aandacht besteed aan de kapitaalstructuur van een onderneming. De kapitaalstructuur kan gedefinieerd worden als de wijze waarop een onderneming haar totale activiteiten en groei financiert, gebruikmakend van verschillende financieringsbronnen, bestaande uit een mix van schulden en eigen vermogen van het bedrijf (*Betekenis-definitie kapitaalstructuur*; Brigham & Ehrhardt, 2013). Volgens Mostafa & Boregowda (2014) heeft een bedrijf twee belangrijke financieringsbronnen. Enerzijds kan een onderneming opteren voor een interne financiering zoals gegenereerde cashflows of het herinvesteren van winsten in plaats van ze onder de aandeelhouders te verdelen (Bhattacharya & Londhe, 2014; Cekrezi, 2013; Mostafa & Boregowda, 2014). Anderzijds kan een onderneming opteren voor een externe financiering. Deze externe financiering kan de vorm aannemen van een obligatielening, een subsidie, een kapitaalinjectie of zelfs een aandelenemissie (Bhattacharya & Londhe, 2014; Mostafa & Boregowda, 2014). Veel bedrijven maken in het begin gebruik van interne financiering en kunnen pas na een bepaalde maturiteit gebruik maken van externe financieringsbronnen (Bhattacharya & Londhe, 2014). De keuze voor een financiering met enerzijds schulden en anderzijds eigen vermogen blijft een moeilijke beslissing voor menig bedrijfsleider (Mostafa & Boregowda, 2014). Dit komt doordat een bedrijf gewaardeerd wordt op basis van zijn investeringen in het verleden en de toekomst. Om deze investeringen te financieren, moet het bedrijf een passende financiële mix kiezen om zo de optimale kapitaalstructuur te bekomen (Kumar et al., 2017). Ook zijn faillissementen vaak te wijten aan foute managementbeslissingen met betrekking tot de balans van de kapitaalstructuur (Eriotis et al., 2007). Het vinden van de optimale kapitaalstructuur is dan ook een moeilijke zoektocht die menig onderzoeker bezighoudt.

Het is dan ook logisch dat het meeste onderzoek naar het vinden van de optimale kapitaalstructuur zich richtte op de verhouding tussen schuld en eigen vermogen ook wel de *debt-to-equity ratio* genoemd (Myers, 2001). Zoals reeds vermeld is het vinden van de juiste *debt-to-equity ratio* en dus ook de juiste kapitaalstructuur een belangrijk vraagstuk waar onderzoekers zich nog steeds in verdiepen (Ayres & Dolvin, 2019). De bepaling van de gepaste kapitaalstructuur en de bijhorende kost is dan ook cruciaal voor de waardecreatie binnen een onderneming (Ayres & Dolvin, 2019). Daarom zal een waarde maximaliserende onderneming een optimale kapitaalstructuur opzetten en vervolgens nieuw kapitaal aantrekken op een manier dat de optimale kapitaalstructuur behouden blijft doorheen de tijd (Brigham & Ehrhardt, 2013). Een voorbeeld van Lattman & Eavis (2013) over de financiering via aandelen toont aan dat een correcte verhouding tussen schulden en eigen vermogen niet enkel waarde creëert voor een onderneming maar ook zijn shareholders. Zo besliste Apple in 2013 om 17 miljard dollar te lenen om zo meer kapitaal naar hun shareholders te laten vloeien via dividenden en *share buy-backs*. Hiermee verschoof het bedrijf zijn kapitaalstructuur naar een verhouding met meer schulden (Lattman & Eavis, 2013). Als antwoord op deze aankondiging van Apple, steeg de aandelenprijs van Apple drastisch.

Ondanks het feit dat vele onderzoekers en financiële literatuur het erover eens zijn dat er zoiets bestaat als de optimale kapitaalstructuur voor een onderneming, is er weinig eensgezindheid over

hoe deze optimale kapitaalstructuur gevonden kan worden (Ayres & Dolvin, 2019). Ook Myers (1984) sluit zich hierbij aan. Hij noemt de kapitaalstructuurbeslissing ook wel de *capital structure puzzle* (Mostafa & Boregowda, 2014). Zelf schrijft Myers (2001) in zijn onderzoek dat er niet zoiets bestaat als de universele theorie over de keuze tussen schulden en eigen vermogen. Een eenduidig antwoord bestaat niet, toch zijn er heel wat andere nuttige theorieën die trachten te verklaren wat de optimale kapitaalstructuur zou moeten zijn. Aan de basis van deze theorieën ligt het theorema van Modigliani-Miller (1958). Modigliani and Miller (1958) waren de eersten die het kapitaalstructuurprobleem aanpakten. Hun werk vormt vandaag de dag nog steeds de basis voor vele moderne financiële tekstboeken (Ayres & Dolvin, 2019).

Er bestaan reeds verschillende theorieën die trachten een antwoord te bieden op de vraag hoe de optimale kapitaalstructuur bereikt wordt. Zo is er de trade-off theorie, de pecking order theorie en de stakeholder theorie. Elke theorie heeft zijn voor- en nadelen en sommige theorieën complementeren elkaar, terwijl andere theorieën elkaar compleet tegenspreken. Binnen deze masterthesis zal er vooral gefocust worden op de stakeholder theorie. Om een beter zicht te krijgen op deze theorie, is het belangrijk om ook de andere theorieën te bespreken en nadien verschillen te vinden met de stakeholder theorie.

Om te begrijpen wat de stakeholder theorie precies inhoudt, is het belangrijk om eerst het begrip stakeholder te verklaren. Een stakeholder of belanghebbende is een individu, groep of organisatie die interesse (*stake*) en het potentieel heeft om invloed uit te oefenen op acties en doelen van een onderneming (Brugha & Varvasovszky, 2000). Deze belanghebbenden kunnen we opdelen in twee categorieën, namelijk de interne en externe belanghebbenden. De interne belanghebbenden bevinden zich binnen de onderneming. Enkele voorbeelden hiervan zijn de managers, de werknemers en de aandeelhouders. De externe belanghebbenden bevinden zich buiten de onderneming. Enkele voorbeelden hiervan zijn de klanten, de leveranciers en de overheid. Het gebruik van de term stakeholder is voortgekomen uit het pionierswerk aan het *Stanford Research Institute* in 1963 (SRI) (Freeman, 2010).

De grondlegger van de stakeholder theorie is R. Edward Freeman (1958). In 1984 heeft R. Edward Freeman de stakeholder theorie van organisatiebeheer en bedrijfsethiek gedetailleerd beschreven, die moraal en waarden bij het managen van een organisatie behandelt. Volgens Freeman (2010) houdt deze theorie in dat managers de zorgen van aandeelhouders, medewerkers, klanten, leveranciers, kredietverstrekkers en de samenleving moeten leren begrijpen om doelstellingen te ontwikkelen die belanghebbenden zouden steunen. Deze steun is nodig voor het succes op lange termijn. Daarom moet het management actief de relaties met alle belanghebbenden onderzoeken om zo gepaste bedrijfsstrategieën te ontwikkelen. Volgens Freeman moet een onderneming waarde creëren, niet enkel voor de shareholders maar ook voor de stakeholders. Ook uit het onderzoek van Bae et al. (2011) blijkt dat niet-financiële stakeholders zoals klanten, leveranciers en medewerkers een significante invloed hebben op de kapitaalstructuurbeslissingen van een onderneming. Zo was Titman (1984) een van de eerste personen die wees op het feit dat stakeholder incentives om bedrijfsspecifieke investeringen te doen, een invloed had op de

financieringsbeslissingen van een onderneming. Beide onderzoeken toonden aan dat stakeholders een grote invloed uitoefenden op de kapitaalstructuur van de onderneming.

Binnen deze thesis zal er gefocust worden op de Belgische KMO's. België kent 1.092.955 kleine of middelgrote btw-plichtige ondernemingen uit verschillende sectoren (*Statistieken over kmo's in België*, 2022). Deze KMO's vormen het fundament van onze Belgische economie. Het is dan ook belangrijk om te begrijpen welke belangen er spelen binnen de verschillende groepen stakeholders in een Belgische KMO. Zo zal er in deze masterproef nagegaan worden welke invloed de stakeholder theorie precies heeft op de kapitaalstructuur van een Belgische KMO.

In het verdere verloop van deze masterthesis zal eerst een literatuurstudie doorlopen worden, om de gekende informatie van de stakeholder theorie die reeds in de literatuur bestaat, weer te geven. Om dit zo correct mogelijk te doen, wordt er gebruik gemaakt van verscheidene academische bronnen om zo de betrouwbaarheid en de correctheid van deze masterthesis te garanderen. Allereerst zal er de *Irrelevance Theorem* van Modigliani en Miller besproken worden. Zoals eerder vermeld vormt dit werk de basis van vele theorieën, waaronder ook de stakeholder theorie. Nadien zullen ook andere belangrijke theorieën kort besproken worden, zoals de trade-off theorie en de pecking order theorie. Tot slot zal de stakeholder theorie zelf uitvoerig besproken worden. Zo zullen onder andere de 3 principes van de theorie besproken worden, namelijk normatief, instrumenteel en descriptief. Na de literatuurstudie volgt er ook een empirisch gedeelte waarin eerst de onderzoeksmethode en de hypothesen zullen worden weergegeven. Vervolgens zullen de resultaten van het empirisch gedeelte worden besproken en vergeleken worden met de informatie die reeds gekend is in de literatuur. In de conclusie komen we dan terug op de resultaten uit de empirische analyse en worden zowel de beperkingen als de aanbevelingen toegelicht.

2) Literatuurstudie

2.1 Irrelevance Theorem

Lange tijd was er geen enkele theorie die een antwoord kon bieden op het vraagstuk rondom de *capital structure puzzle*. Tot in 1958 Nobelprijswinnaars Franco Modigliani en Merton Miller hun theorie: "The Irrelevance Theorem" publiceerden. Deze theorie vormt vandaag de dag de basis voor vele financiële tekstboeken en wordt gezien als het startpunt van de moderne kapitaalstructuurtheorieën (Ayres & Dolvin, 2019; Yapa Abeywardhana, 2017). Volgens Modigliani en Miller's publicaties (1958,1961,1963) zijn er 3 belangrijke proposities die de basis vormen van hun theorie (Breuer & Gürtler, 2008):

- Stelling I – De totale marktwaarde van een bedrijf is onafhankelijk van de kapitaalstructuur.
- Stelling II – De kosten van het eigen vermogen nemen toe met de *debt-equity* ratio.
- Stelling III – De totale marktwaarde van een bedrijf is onafhankelijk van het dividendbeleid.

Deze eerste stelling stelt dat in een perfecte kapitaalmarkt, de gehele kapitaalstructuur van een onderneming, of de verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen, geen invloed heeft op de waarde van de onderneming (Berk & DeMarzo, 2020). Volgens Modigliani en Miller is de totale waarde van de onderneming afhankelijk van de marktwaarde van alle toekomstige cashflows en het risico hiervan. Er is voor een onderneming dus geen verschil of een bedrijf bij investeringen opteert voor een financiering met vreemd vermogen of met eigen vermogen. De waarde zal hetzelfde blijven ongeacht de kapitaalstructuur (Berk & DeMarzo, 2020). Deze propositie bevat echter assumpties, die door Modigliani en Miller als volgt worden beschreven:

- Assumptie 1: bedrijven en investeerders kunnen dezelfde set effecten verhandelen aan een competitieve marktprijs die gelijk is aan de huidige waarde van de toekomstige cashflows.
- Assumptie 2: Er zijn geen belastingen, transactiekosten of verzekeringskosten geassocieerd met het verhandelen van effecten.
- Assumptie 3: De financieringsbeslissingen van een bedrijf laten de cashflows, gegenereerd door de investeringen van het bedrijf niet veranderen, noch zullen ze nieuwe informatie onthullen. (Ahmeti & Prenaj, 2015; Berk & DeMarzo, 2020)

Volgens (Pan, 2013), kan er een vergelijking worden afgeleid van deze propositie:

$$V_L = V_U$$

Hierbij is V_L de waarde van een bedrijf zonder hefboomwerking in de kapitaalstructuur, en V_U is de waarde van een bedrijf met hefboomwerking in de kapitaalstructuur. Belangrijk hierbij is om te weten dat in deze propositie geen rekening gehouden wordt met het betalen van belastingen. Indien er rekening gehouden zou worden met het effect van belastingen, verandert de rechterzijde van de vergelijking. De nieuwe vergelijking ziet er dan uit als volgt:

$$V_L = V_U + T_c D$$

Hierbij is de $T_c D$ de *tax ratio* vermenigvuldigd met de waarde van de schulden in de onderneming. Bedrijven vinden het immers interessant om schulden in hun kapitaalstructuur te hebben, door het *tax-shield* effect. Dit betekent dat bedrijven minder belastingen betalen vanwege de betaling van rente op hun schulden en dat beïnvloedt de marktwaarde van het bedrijf (Alifani & Nugroho, 2013). Indien deze theorie gevolgd zou worden, zouden bedrijven opteren voor een volledige financiering met schuld, omwille van het *tax-shield* effect (Frank & Goyal, 2008).

De tweede stelling stelt dat de kosten van het eigen vermogen toenemen met de *debt-equity* ratio in de kapitaalstructuur van de onderneming. Hierbij zal de WACC (*weighted average cost of capital*) van een bedrijf niet beïnvloed worden door het gebruik van hefboomwerking (Ahmeti & Prenaj, 2015). Vandaar dat de tweede propositie specificiert dat wanneer de *debt-to-equity* ratio van het bedrijf toeneemt, ook de kosten van het eigen vermogen (K_e) van het bedrijf een lineaire stijging ondergaan. Met stelling II hebben Modigliani en Miller aangetoond dat de perceptie van stelling I verkeerd was. Bovendien, ongeacht het schuldniveau van het bedrijf, heeft het geen invloed op het bedrag dat de aandeelhouders van het bedrijf zullen ontvangen (Ahmeti & Prenaj, 2015).

De derde stelling stelt dat de totale marktwaarde van een bedrijf onafhankelijk is van het dividendbeleid. Modigliani en Miller stellen dat de marktwaarde van een bedrijf bepaald wordt door het verdienvermogen en het risico van de onderliggende activa. Ook beweren ze dat in een perfecte kapitaalmarkt de waarde van een bedrijf niet beïnvloed wordt door zijn dividendbeleid (Miller & Modigliani, 1961).

Met hun Irrelevance Theorem hebben Modigliani en Miller de basis gelegd voor het onderzoek naar kapitaalstructuren. Desondanks dat hun theorie sprak over een perfecte kapitaalmarkt, zijn er veel theorieën die rekening hebben gehouden met de marktimperfections. Zo werden er nieuwe kapitaalstructuurtheorieën ontwikkeld, die hun oorsprong vonden in de theorie van Modigliani en Miller. In de volgende hoofdstukken zullen de meest bekende theorieën besproken worden.

2.2 Trade-off theorie

Een van de theorieën die de optimale kapitaalstructuur tracht te verklaren, is de trade-off theorie. Deze theorie is de langst bestaande theorie van de kapitaalstructuur en ligt aan de grondslag van een grote hoeveelheid empirisch werk over kapitaalstructuur (Abel, 2018). De trade-off theorie vindt zijn oorsprong in het debat over de theorie van Modigliani en Miller (1958). Hierbij hielden Modigliani en Miller oorspronkelijk geen rekening met de vennootschapsbelasting, maar toen vennootschapsbelasting werd toegevoegd aan de theorie van Modigliani en Miller (1963) creëerde dit mogelijkheden. Deze toevoeging creëerde een mogelijkheid voor schulden omdat het diende om de inkomsten van het bedrijf tegen belastingen te beschermen (Frank & Goyal, 2008). Dit impliceerde dan ook dat bedrijven opteerden voor 100% schuldfinanciering. Om deze extreme assumptie te vermijden, waren er compenserende schuldkosten nodig. De meest vanzelfsprekende

schuldkosten zijn dan ook de faillissementskosten. Kraus en Litzenberger (1973) verklaarden dat de optimale hefboomwerking een afweging maakt tussen de belastingvoordelen van schulden en de faillissementskosten. Hierdoor werd de assumptie dat bedrijven zouden moeten opteren voor 100% schuldfinanciering niet als optimaal geacht. Myers (1984) sloot zich bij deze assumptie aan, en stelde dat een bedrijf die de trade-off theorie volgt, een beoogd *target debt-equity* ratio vooropstelt en zich vervolgens geleidelijk in de richting van dat doel beweegt. Het doel wordt bepaald door een afweging te maken tussen de voordelen van het *tax shield* en de kosten van een faillissement om zo een optimale schuldgraad na te streven (Frank & Goyal, 2008). De optimale schuldgraad hangt ook af van het risicoprofiel van de onderneming, haar branche en haar concurrentiepositie. Ondernemingen gaan dus proberen te zoeken naar schuld niveaus die een evenwicht brengen tussen de belastingvoordelen van extra schulden en de kosten van mogelijke financiële moeilijkheden (Myers, 2001). Toch zijn er verschillende aspecten van het optimale schuld niveau van Myers waarover gediscussieerd kan worden. Zo is het doel niet altijd direct waarneembaar, is de *tax code* vaak complexer dan er wordt aangenomen in de theorie en moeten de transactiekosten vaak een specifieke vorm aannemen om de analyse te laten lukken (Frank & Goyal, 2008). Om deze redenen, kan de definitie van Myers (2001) opgesplitst worden in 2 delen: de *static trade-off theory* en het *target adjustment behavior*.

Van een bedrijf wordt gezegd dat het de *static trade-off theory* volgt als de hefboomwerking van het bedrijf wordt bepaald door een eenmalige afweging tussen de belastingvoordelen van schulden en de kosten van een faillissement (Frank & Goyal, 2008). De *static trade-off theory* richt zich dus op het vinden van een balans tussen financiering met eigen vermogen en schuld financiering die bedrijven gebruiken. De theorie brengt beide soorten financiering in evenwicht door een punt vast te stellen waarop de gecombineerde voordelen van beide maximaal zijn. Ook probeert deze theorie de kosten van het gebruik van elk type financiering te minimaliseren. De *static trade-off theory* baseert haar visie op de irrelevantietheorie van Modigliani en Miller. Het verzet zich echter tegen één van de aannames van de irrelevantietheorie. De irrelevantietheorie gaat ervan uit dat er geen kosten zijn voor financiële problemen wanneer bedrijven geld lenen. Door deze aanname te verwijderen, stelt *static trade-off theory* bedrijven in staat om een optimaal kapitaalstructuurpunt vast te stellen. Dit model verschilt van de *dynamic trade-off theory* waarbij bedrijven een reeks *targets* hebben en ze hun kapitaalstructuur enkel kunnen aanpassen wanneer de kosten van zo een aanpassing gecompenseerd worden door de voordelen van een dergelijke aanpassing (Dang et al., 2012). In de *dynamic trade-off theory* zijn de rollen van verwachtingen en aanpassingskosten van bijzonder belang. In een dynamisch model hangt de juiste financieringsbeslissing meestal af van de financieringsmarge die het bedrijf in de volgende periode verwacht. Sommige bedrijven verwachten in de komende periode geld uit te betalen, terwijl anderen verwachten geld te ontvangen. Als er fondsen moeten worden geworven, kunnen deze de vorm aannemen van schulden of eigen vermogen. Meer in het algemeen onderneemt een bedrijf een combinatie van deze acties (Frank & Goyal, 2008). Over het *target adjustment behavior* kan gezegd worden dat een bedrijf dit gedrag vertoont als het bedrijf een doelniveau van hefboomwerking heeft en als afwijkingen van dat doel in de loop van de tijd geleidelijk worden geëlimineerd (Frank & Goyal, 2008). Een bedrijf zal *target adjustment behavior* moeten vertonen om een dynamisch model te bereiken.

2.3 Pecking Order theorie

Een tweede theorie die de optimale kapitaalstructuur tracht te verklaren, is de pecking order theorie. Net zoals de trade-off theorie vindt de pecking order theorie zijn oorsprong in de irrelevantietheorie van Modigliani en Miller. In 1984, publiceerde Stewart Myers en Maljuf deze theorie en hierbij hadden ze zich gebaseerd op het boek van Donaldson (1961).

Deze theorie vindt zijn oorsprong in het principe van asymmetrische informatie en adverse selection (Myers, 1984). Het belangrijkste idee is dat de eigenaar-manager van het bedrijf de werkelijke waarde van de activa en groeimogelijkheden van het bedrijf kent. Externe investeerders kunnen deze waarden alleen maar raden. Als de beheerder aanbiedt aandelen te verkopen, moet de externe investeerder vragen waarom de beheerder daartoe bereid is. In veel gevallen zal de manager van een overgewaardeerde onderneming graag aandelen verkopen, terwijl de manager van een ondergewaardeerde onderneming dat niet zal doen. Om dit probleem van informatie asymmetrie op te lossen, zal een onderneming beroep doen op de pecking order van verschillende financieringsbronnen (Frank & Goyal, 2008).

Deze pecking order theorie tracht te verklaren hoe bedrijven hun investeringen financieren. Zoals de naam doet vermoeden, suggereert deze theorie dat bedrijven een hiërarchie hebben tussen verschillende financieringsbronnen bij het financieren van hun investeringen. Volgens Myers (1984), volgt een bedrijf een *pecking order*, wanneer het bedrijf interne financiering verkiest boven externe financiering en schulden boven eigen vermogen indien externe financiering als noodzakelijk wordt geacht (Frank & Goyal, 2008). Deze hiërarchie is gebaseerd op het idee dat bedrijven verkiezen om de financieringskosten en de risico's verbonden aan externe financiering te minimaliseren. Zo kunnen bijvoorbeeld ingehouden winsten of winsten die niet uitgekeerd worden als dividend, gebruikt worden om nieuwe investeringen te financieren zonder dat de onderneming interest moet betalen of een deel van het eigendom moet weggeven aan externe investeerders. Bedrijven zullen dus interne financiering verkiezen omdat het minder kostelijk is dan externe financiering. Er zijn echter grenzen op de hoeveelheid interne financiering dat een bedrijf kan genereren. Indien de interne financiering onvoldoende blijkt, zal het bedrijf beroep doen op externe financiering. Volgens Myers en Maljuf (1984) verkiezen bedrijven schuldfinanciering boven de financiering met eigen vermogen. Dit komt doordat schuldeisers een lagere claim hebben op de activa en inkomsten van het bedrijf in vergelijking met aandeelhouders en dus minder risico lopen in geval van financiële problemen of faillissement. Deze voorkeur voor schuldfinanciering staat dan ook beter bekend als het *debt bias*.

Volgens de theorie, ontstaat dit soort *bias* doordat bedrijven vaak een bepaald level van controle over de onderneming willen behouden en ze willen vermijden dat het eigendom van bestaande aandeelhouders zal verwateren. Het uitgeven van nieuwe aandelen betekent dat het bedrijf een deel van het eigendom zal afstaan aan nieuwe investeerders, wat het zeggenschap van bestaande aandeelhouders kan doen verwateren. Het aangaan van schulden houdt daarentegen geen eigendomsoverdracht in en stelt het bedrijf in staat de controle te behouden (Myers & Majluf, 1984).

Net zoals bij interne financiering, staan er limieten op de hoeveelheid schuldfinanciering dat een bedrijf kan aangaan voordat het financieel risicovol wordt. Het grootste verschil met de trade-off theorie is dat er geen goed gespecificeerd optimaal schuldniveau is dat een bedrijf tracht te bereiken (Mostafa & Boregowda, 2014).

Er zijn verschillende empirische studies die de pecking order theorie steunen. Zo ontdekten Graham en Harvey (2001) dat bedrijven met veel interne financieringsmiddelen minder snel nieuwe aandelen uitgeven, terwijl bedrijven met minder interne financieringsmiddelen eerder nieuwe aandelen uitgeven. Ook Fama and French (2002) ontdekten dat bedrijven geneigd zijn om een rangorde te volgen bij het financieren van hun investeringen, waarbij bedrijven interne financieringsbronnen verkiezen boven externe financieringsbronnen. Ook zijn er verschillende onderzoekers die kritiek hebben op de pecking order theorie. Sommige onderzoekers stellen bijvoorbeeld dat bedrijven kunnen afwijken van de rangorde vanwege agency problemen, zoals belangenconflicten tussen managers en aandeelhouders (Jensen & Meckling, 2019). Andere onderzoekers hebben erop gewezen dat de theorie geen rekening houdt met de invloed van marktomstandigheden op de financieringsbeslissingen van een bedrijf.

2.4 Stakeholder theorie

2.4.1 Introductie

Een derde en minder bekende theorie die de optimale kapitaalstructuur tracht te verklaren is de stakeholder theorie. De term stakeholder is een relatief nieuw begrip en komt voor het eerst aan bod in de literatuur in het jaar 1963. De term werd geïntroduceerd door het Stanford Research Institute om het idee van aandeelhouders te generaliseren en uit te breiden als de enige groep waarvoor het management gevoelig moest zijn (Jongbloed et al., 2008; McGrath & Whitty, 2017). Oorspronkelijk werd het concept stakeholder omschreven als de groepen die het bedrijf nodig heeft om te kunnen overleven. In 1984, verbreedde Robert Edward Freeman de term stakeholder en definieerde een stakeholder als volgt: "Een stakeholder is ieder individu, iedere groep of iedere organisatie die de onderneming kan beïnvloeden of door de ondernemingsactiviteiten kan beïnvloed worden" (Crosby, 1992; Mason & Mitroff, 1981; Walt, 1994). Om hun invloed op een onderneming te vergroten, kunnen sommige stakeholders coalities aangaan met anderen om zo hun voordelen te maximaliseren (Jongbloed et al., 2008). De mate waarin stakeholders hun invloed kunnen uitoefenen, kunnen onderverdeeld worden in 3 verschillende kenmerken:

- De macht van stakeholders om de organisatie te beïnvloeden. De macht van groep A om groep B iets te laten doen dat ze anders niet zouden doen.
- De legitimiteit van de relatie met de organisatie. Legitimiteit wordt gedefinieerd als de veronderstelling dat de acties van een entiteit wenselijk of gepast zijn binnen een sociaal geconstrueerd systeem van normen en waarden.
- De urgentie van een stakeholders claim op de organisatie. Urgentie vertegenwoordigt de mate waarin stakeholders vragen om onmiddellijke actie (Jongbloed et al., 2008).

Op basis van deze kenmerken kunnen de stakeholders worden ingedeeld in verschillende klassen. Zo bezitten de *latent stakeholders* maar één kenmerk, de *expectant stakeholders* twee kenmerken en de *definitive stakeholders* 3 kenmerken.

Door het verbreden van deze definitie wordt Freeman dan ook vaak gezien als de grondlegger van de stakeholder theorie. Freeman beschreef deze theorie in zijn boek genaamd *Strategic Management- A-Stakeholder Approach* (1984). In dit boek bouwde hij verder op het eerder werk van Ian Mitroff, Richard Mason en James Emshoff. Freemans drijfveer achter de stakeholder theorie was om te trachten een raamwerk te creëren dat inspeelde op de zorgen van managers die werden geteisterd door ongekende niveaus van omgevingsturbulentie en verandering. Traditionele kaders hielpen managers niet bij het ontwikkelen van nieuwe strategische richtlijnen, noch hielpen ze hen te begrijpen hoe ze nieuwe kansen konden creëren te midden van zoveel verandering (Freeman, 2010). Freeman ging hierbij opzoek naar een nieuw conceptueel denkkader met als doel: methoden te bedenken om de ontelbare groepen en relaties te managen, op een strategische manier.

Hoewel Freeman vaak als grondlegger wordt gezien, was zijn idee van de stakeholder theorie niet helemaal nieuw. Zo beargumenteerde het Stanford Research Institute dat managers de zorgen van aandeelhouders, werknemers, klanten, leveranciers, financiële instellingen en de samenleving moesten begrijpen om doelstellingen te ontwikkelen die belanghebbenden zouden steunen. Deze steun is immers nodig voor het succes op lange termijn. Daarom moet het management actief zijn relaties met alle belanghebbenden onderzoeken om bedrijfsstrategieën te ontwikkelen (Freeman, 2010).

2.4.2 Definitie Stakeholder theorie

Nu het begrip stakeholder en de oorsprong ervan verduidelijkt is, kan de theorie zelf bekeken worden. Zoals reeds vermeld, werd de stakeholder theorie voor het eerst voorgesteld door Freeman in 1984 en is sindsdien een algemeen aanvaard concept geworden in de bedrijfswereld. Freemans theorie staat haaks op de lang gekoesterde shareholder theorie van econoom Milton Friedman (1970). In deze theorie, ook wel beter bekend als de Friedman doctrine, is Friedman van mening dat de enige stakeholders waarmee een bedrijf rekening moet houden, de shareholders van het bedrijf zijn. Friedman stelt dat bedrijven gedwongen worden om winst te maken, hun aandeelhouders tevreden te stellen en hun positieve groei voort te zetten (Friedman, 1970). Freeman weerlegt deze theorie, en is van mening dat een bedrijf niet enkel rekening moet houden met wat het beste is voor zijn aandeelhouders, maar ook met de belangen van alle andere stakeholders. Een bedrijf moet als het ware rekening houden met de werknemers, de klanten, de leveranciers, de crediteuren en zijn omgeving bij het maken van beslissingen aangaande de kapitaalstructuur. Zo kan bijvoorbeeld een bedrijf dat de *pecking order* theorie volgt, besluiten om schuldfinanciering te gebruiken in plaats van financiering met eigen vermogen, om de kosten te verlagen en de winst te vergroten. Dit kan echter negatieve gevolgen hebben voor de werknemers, crediteurs en leveranciers die te maken krijgen met lagere lonen of verminderde betalingen. Daarom moet het bedrijf bekijken hoe hun beslissingen alle belanghebbenden zullen beïnvloeden, niet alleen de aandeelhouders. Dit voorbeeld sluit goed aan bij wat Freeman neerschrijft in zijn

boek. Freeman argumenteert dat een gezond bedrijf niemand uit het oog verliest die betrokken is bij het succes ervan. Als een bedrijf zijn werknemers slecht behandelt, zal het bedrijf uiteindelijk wel failliet gaan. Als haar activiteiten nadelige gevolgen op de maatschappij hebben, zal waarschijnlijk hetzelfde gebeuren (Freeman, 2010).

Heel wat onderzoekers hebben geprobeerd dieper te kijken naar de stakeholder theorie en hebben gekeken of er geen niveaus aanwezig zijn binnen de theorie zelf. Goodpaster (1991) spreekt over 3 niveaus binnen de stakeholder theorie:

- Het strategische niveau, dat pleit voor het rekening houden met de belangen van de stakeholders als een middel om de economische doelen van het bedrijf te bereiken, maar zonder enige morele inhoud.
- Het morele niveau, waarbij de *multiple-trustee* benadering een verantwoordelijkheid toekent aan de managers van het bedrijf ten aanzien van alle belanghebbenden.
- De "nieuwe synthese", die onderscheid maakt tussen bepaalde fiduciaire verantwoordelijkheden jegens de eigenaren en andere beperkte, niet-fiduciaire verantwoordelijkheden tegenover de andere belanghebbenden (Argandoña, 1998).

Zoals reeds vermeld, vindt de stakeholder theorie zijn oorsprong in het *stakeholderconcept* van het Stanford Research Institute. Dit concept had relatief weinig impact op de managementtheorieën van die tijd. Fragmenten van het stakeholderconcept bleven echter bestaan en ontwikkelden zich binnen vier verschillende managementonderzoekstromen. Door deze gerelateerde stakeholderconcepten uit de bedrijfsplanning, systeemtheorie, maatschappelijk verantwoord ondernemen en organisatietheorie samen te brengen, kristalliseerde de stakeholderbenadering zich tot een raamwerk voor strategisch management in de jaren tachtig. Wat volgt is een samenvatting van deze vier bouwstenen van de stakeholder theorie (Freeman, 2010).

Corporate Planning

Binnen de literatuur over bedrijfsplanning is een kleine rol weggelegd voor de belanghebbenden bij de ontwikkeling van de bedrijfsstrategie (Freeman, 2010). Desondanks het feit dat Ansoff (1965) het belang van het identificeren van cruciale stakeholders beschreef, werden binnen de bedrijfsplanning de stakeholders vaak gezien als een beperking voor het hoofddoel van het bedrijf. Het management moest dus de behoeften van belanghebbenden begrijpen om de grenzen van de operaties te bepalen. Binnen deze grenzen moest het management echter strategieën ontwikkelen die de voordelen maximaliseren voor één enkele stakeholdergroep, de aandeelhouders. Het Stanford Research Institute (SRI) daarentegen zag de steun van alle belanghebbenden als cruciaal voor het succes van het bedrijf. Succesvolle strategieën zijn daarom strategieën die de belangen van alle belanghebbenden integreren, in plaats van de positie van één groep te maximaliseren binnen de beperkingen die door de anderen worden geboden (Freeman, 2010).

System Theory

De systeemtheorie legt vooral de nadruk op de externe link die deel uitmaakt van elke onderneming. Ondernemingen die als "open" systemen worden beschreven, maken deel uit van een veel groter netwerk in plaats van als onafhankelijke, op zichzelf staande entiteiten (Freeman, 2010). Hierbij is de identificatie van zowel de belanghebbenden als hun onderlinge verbanden een cruciale stap in deze theorie. Vanuit een systeemperspectief kunnen problemen alleen worden opgelost met de steun van alle leden of belanghebbenden in het netwerk. De systeemtheorie legt dus de nadruk op de ontwikkeling van collectieve strategieën die het netwerk optimaliseren (Freeman, 2010).

Organizational theory

Deze theorie is ontstaan in 1966, toen Katz en Kahn organisatorische kaders begonnen te ontwikkelen die de organisatie definieerden ten opzichte van het systeem eromheen (Freeman, 2010). Thompson (1967) introduceerde het concept van "cliënteel" om rekening te houden met groepen buiten de traditionele grenzen van het bedrijf. De bedoeling achter deze organisatie-theorie was om het bestaan en de aard van de organisatie te beschrijven en te verklaren. Er werd echter in beperkte mate geprobeerd om met de keuzes en beslissingen die de managers nemen om te gaan, noch met prescriptieve pogingen om nieuwe richtingen voor de organisatie uit te zetten. Desalniettemin heeft de ontdekking dat het moeilijk is om het bedrijf te beschrijven zonder volledige erkenning van de relaties waarvan het afhankelijk is, geholpen om het belang van het stakeholderconcept zelf te onderstrepen (Freeman, 2010).

Corporate Social Responsibility (CSR)

Corporate Social Responsibility of in het Nederlands Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen (MVO) is de verantwoordelijkheid van een organisatie voor de effecten van haar besluiten en activiteiten op de maatschappij en het milieu door transparant en ethisch gedrag (Vlaanderen, 2022). MVO houdt in dat ondernemingen aandacht voor mensenrechten, consumentenbelangen en sociale, ethische en milieukwesties in hun activiteiten en strategie integreren in nauwe samenwerking met hun stakeholders om:

- zoveel mogelijk gedeelde waarde te creëren voor hun eigenaren/aandeelhouders, voor hun andere stakeholders en de samenleving als geheel;
- mogelijke negatieve effecten op te sporen, te voorkomen en te verminderen (Vlaanderen, 2022).

Naar MVO is al reeds heel wat onderzoek gebeurd. Dit gebied van onderzoek vertegenwoordigt eerder een verzameling benaderingen dan een samenhangende theoretische groepering. Wat de meeste van deze benaderingen gemeen hebben, is echter de opname van groepen stakeholders die traditioneel worden weggelaten. Veel van deze groepen werden inderdaad genegeerd omdat werd aangenomen dat ze een tegenstrijdige relatie met het bedrijf hadden. Zo zijn personeelsleden vaak geïnteresseerd in het verkrijgen van hogere lonen of extra voordelen. Dit is tegenstrijdig met het belang van de onderneming dat streeft naar meer winsten. Het is dan ook niet verwonderlijk

dat veel onderzoeken naar MVO de relaties met belanghebbenden eenvoudigweg hebben gekarakteriseerd als beperkingen, ongeveer op dezelfde manier als in de literatuur over de bedrijfsplanning (Freeman, 2010). Bovendien is er in de literatuur over maatschappelijk verantwoord ondernemen enige verwarring ontstaan over de prioriteiten van belanghebbenden. Er is een standpunt dat alle belanghebbenden even belangrijk zijn, simpelweg omdat ze allemaal een morele status hebben. Het is moeilijk om deze positie te documenteren in de geschriften van bijvoorbeeld Freeman (1984), maar dit idee dat alle belanghebbenden even belangrijk zijn, vormde een belemmering voor de verdere ontwikkeling van deze theorie (Freeman, 2010). Freeman (2010) vond dat er bepaalde stakeholders belangrijker waren voor de onderneming en daardoor meer aandacht verdienen dan andere stakeholders. Echter werd er in de literatuur vaak vanuit gegaan dat alle belanghebbenden even belangrijk waren, waardoor het moeilijk was voor Freeman om zijn theorie over de belangen van stakeholders te staven.

2.4.3 De 3 types van stakeholder theorie

Zoals de tussentitel reeds doet vermoeden, kan de stakeholder theorie op een aantal verschillende manieren gepresenteerd en gebruikt worden. Deze manieren gebruiken verschillende methodologieën, verschillende bewijsstukken en verschillende beoordelingscriteria (Donaldson & Preston, 1995). Hierdoor kan men 3 verschillende types van de stakeholder theorie onderscheiden: normatief, instrumenteel en descriptief.

De normatieve stakeholder theorie vormt de basis van de stakeholder theorie. Deze theorie wordt gebruikt om de functie van het bedrijf te interpreteren en gaat na wat bedrijven moeten doen om rekening te houden met alle stakeholders van het bedrijf (Donaldson & Preston, 1995). Hierbij worden de stakeholders als een doel op zich gezien.

In de instrumentele stakeholder theorie vormen de stakeholders vaak een middel om het doel van de onderneming, namelijk zoveel mogelijk winst maken, te bereiken. De theorie gebruikt hiervoor empirische gegevens om de verbanden, of het ontbreken van verbanden, tussen stakeholdermanagement en het bereiken van traditionele bedrijfsdoelstellingen zoals winstgevendheid en groei te identificeren (Donaldson & Preston, 1995). Het uitgangspunt van deze theorie is dat principes zoals vertrouwen en teamwork leiden tot marktsucces en een competitief voordeel.

Het derde type is de descriptieve stakeholder theorie. Deze theorie wordt dan ook gebruikt om specifieke bedrijfskenmerken en gedragingen te beschrijven en uit te leggen (Donaldson & Preston, 1995). Zo wordt de stakeholder theorie gebruikt om:

- de aard van het bedrijf te beschrijven;
- de manier waarop managers denken over managen te beschrijven;
- hoe bestuursleden denken over de belangen van de achterban van bedrijven te beschrijven;
- hoe sommige bedrijven feitelijk worden bestuurd te beschrijven (Donaldson & Preston, 1995).

Deze 3 types kunnen met elkaar verweven zijn, maar ook juist onverenigbaar met elkaar zijn. Hierover zijn de meningen verdeeld. Deze verschillende zienswijzen worden ook wel de convergente en divergente stakeholder theorie genoemd (Vanspeybroeck, 2004).

2.4.4 Voordelen van de stakeholder theorie

Freemans theorie wordt dan ook vaak gezien als revolutionair omdat het een nieuwe visie bood door het kijken naar alle stakeholders en niet enkel de shareholders. Deze theorie blijkt in de praktijk ook talloze voordelen met zich mee te brengen, waarvan hieronder de belangrijkste worden weergegeven.

Verbeterde Corporate Governance

Een eerste voordeel van de stakeholder theorie is dat het zorgt voor een betere Corporate Governance binnen een onderneming. Zo worden bedrijven door deze theorie onder druk gezet om non-shareholder stakeholders te betrekken bij het corporate governance-proces (Clement, 2005). Zo ontdekten Luoma en Goodstein (1999) dat, in vergelijking met 20 jaar geleden, bedrijven veel meer geneigd zijn om belanghebbenden zoals leveranciers, klanten en werknemers op te nemen in hun raden van bestuur. Hiervoor had men verschillende redenen:

- de goedkeuring van statuten die raden van bestuur het recht geven om rekening te houden met de belangen van non-shareholder stakeholders;
- de noodzaak voor bedrijven om effectiever te reageren op openbaar en gouvernementeel nauwkeurig onderzoek;
- de toenemende omvang en complexiteit van de hedendaagse moderne onderneming.

Toegenomen flexibiliteit

Een tweede voordeel van de stakeholder theorie is de toegenomen flexibiliteit dat de theorie met zich meebrengt. Flexibiliteit is de mogelijkheid van een onderneming om zich aan te passen en snel te reageren op de veranderende omstandigheden. Vaak moet men een afweging maken tussen meer flexibiliteit en de stakeholder theorie. Enerzijds kan een onderneming door flexibeler te zijn, beter inspelen op de behoeften en belangen van de stakeholders. Anderzijds is het nemen van snelle beslissingen of het ondernemen van acties waarbij flexibiliteit belangrijker is dan andere overwegingen, niet altijd in overeenstemming met de belangen van alle belanghebbenden. Het is dan ook belangrijk voor ondernemingen om een balans te vinden tussen de flexibiliteit en andere overwegingen. Er is dus geen duidelijkheid over de invloed van de stakeholder theorie op de flexibiliteit van de onderneming.

Verbeterde financiële prestaties

Een derde voordeel van de stakeholder theorie is de positieve invloed ervan op de financiële prestaties. Zo blijkt uit het onderzoek van Ruf et al. (2001) dat de stakeholder theorie een raamwerk biedt voor het onderzoeken van de relatie tussen de sociale prestaties van het bedrijf en de financiële prestaties van het bedrijf. Dit onderzoek ondersteunde een stelling in de stakeholder theorie die veronderstelt dat de dominante stakeholdergroep, de aandeelhouders, financieel profiteert wanneer het management voldoet aan de eisen van meerdere stakeholders (Ruf et al., 2001). Zowel op korte als lange termijn zorgde het verbeteren van de sociale prestaties van het bedrijf voor een positieve verbetering van de financiële prestaties van het bedrijf (Ruf et al., 2001).

2.4.5 Nadelen van de stakeholder theorie

Naast de vele voordelen die de stakeholder theorie met zich meebrengt, zijn er ook enkele nadelen verbonden aan deze theorie.

Toegenomen complexiteit

Naast de toegenomen flexibiliteit brengt de theorie ook heel wat complexiteit met zich mee. Zo zijn Ackermann en Eden (2011) van mening dat naarmate de bedrijven zich meer bewust worden van de noodzaak om maatschappelijk verantwoord te ondernemen en te reageren op de veranderende regelgeving, het aantal stakeholders waarschijnlijk zal toenemen waardoor de complexiteit van stakeholdermanagement nog verder toeneemt. Aandacht voor het strategisch managen van stakeholders zal dus waarschijnlijk steeds belangrijker worden (Ackermann & Eden, 2011).

Potentiële conflicten

Een ander nadeel van de stakeholder theorie is dat het kan leiden tot potentiële conflicten. Aan de basis van de stakeholder theorie liggen de relaties en interacties tussen een organisatie en haar stakeholders. Dergelijke relaties en interacties hebben een hoog potentieel voor conflicten (Lampe, 2001). Men kan deze conflicten echter oplossen door middel van mediatie. Mediatie is een methode die probeert conflicten op te lossen door wederzijds begrip, communicatie en samenwerking. Dit biedt de unieke kans om relaties te behouden en te bevorderen onder moeilijke omstandigheden. Het bevorderen van dergelijke waarden zou een natuurlijk doel moeten zijn voor managers met een oprechte zorg voor het welzijn van het netwerk van relaties (Lampe, 2001).

3) Hypotheseopbouw

In de hypotheseopbouw zal er gefocust worden op het opstellen van verschillende hypotheses die nadien statistisch onderzocht zullen worden om de relevantie van de stakeholder theorie bij Belgische KMO's na te gaan. In het empirisch gedeelte zal nadien aan de hand van verschillende regressies onderzocht worden of de stakeholder theorie een invloed heeft op de samenstelling van de kapitaalstructuur van een onderneming. Op basis van de resultaten die uit de regressies volgen, kan men een antwoord gaan bieden op de centrale onderzoeksvraag. Die luidt als volgt: Kan de stakeholder theorie de kapitaalstructuur van Belgische KMO's verklaren?

Om een correct antwoord te kunnen bieden op deze onderzoeksvraag zullen er verschillende hypotheses opgesteld worden. Deze zullen nadien statistisch gecontroleerd worden om de stakeholder theorie, zoals die beschreven wordt door Freeman (2010), uitvoerig te testen. Een bedrijf heeft een brede waaier aan verschillende stakeholdersgroepen. Deze stakeholders, zoals klanten, leveranciers en medewerkers hebben een significante invloed op de kapitaalstructuur van de onderneming (Bae et al., 2011). Titman (1984) was een van de eerste personen die wees op het feit dat stakeholder incentives om bedrijfsspecifieke investeringen te doen een invloed had op de financieringsbeslissingen van een onderneming. Titman (1984) ontwikkelde een model waarin de liquidatiebeslissing van een bedrijf causaal verband houdt met de status van faillissement. Hij stelt dat klanten, werknemers en leveranciers van bedrijven die unieke of gespecialiseerde producten produceren, bij liquidatie waarschijnlijk hoge kosten zullen dragen. Met name in een omgeving waar werknemers over bedrijfsspecifiek menselijk kapitaal beschikken, kan het feit dat een faillissement aanzienlijke kosten met zich meebrengt voor werknemers de kapitaalstructuren van bedrijven aanzienlijk beïnvloeden (Chemmanur et al., 2013). Als het bedrijf in financiële moeilijkheden verkeert, moet de werknemer een loonsverlaging accepteren om de volledige aflossing van de schuld te verzekeren. Verder, als het bedrijf failliet gaat, kan de werknemer worden ontslagen. De werknemer wordt dan ook geconfronteerd met faillissementskosten. Omdat een hoger schuldniveau een grotere kans op faillissement inhoudt en de werknemer niet in staat is zijn risico's op het gebied van menselijk kapitaal volledig te verzekeren, moeten bedrijven met een hogere schuldgraad, een hoger loon aan de werknemer betalen om hem te compenseren voor de verwachte faillissementskosten (Chemmanur et al., 2013). Hypothese 1 kan dan ook als volgt gedefinieerd worden:

H1: Belgische KMO's met een hoge schuldgraad hebben gemiddeld een hogere loonkost per werknemer

Vervolgens kan er ook gekeken worden naar de link tussen de schuldgraad van een onderneming en voordelen voor de werknemers. Er wordt in de literatuur vaak geschreven dat de kwaliteit van de manier waarop een onderneming zijn werknemers behandelt afhankelijk is van de kapitaalstructuur van die onderneming (Bae et al., 2011). Een belangrijk argument dat hiervoor gegeven wordt, is gebaseerd op het model van Maksimovic and Titman (1991). Zij tonen aan dat bedrijven die zich op geloofwaardige wijze willen inzetten voor betere personeelsbeloningen, lagere schuldratio's hebben. Het belangrijkste inzicht van Maksimovic and Titman (1991) is dat klanten,

werknemers en andere belanghebbenden terughoudend zijn om zaken te doen met een bedrijf met een hoge schuldenlast, omdat financiële problemen de stimulans van het bedrijf kunnen beïnvloeden om zijn impliciete contracten met hen na te komen. Zo kan een onderneming om onmiddellijk faillissement te voorkomen, sterke incentives hebben om de cashflows te vergroten door de kosten in verband met voordelen voor het personeel te verlagen. Hypothese 2 kan dan ook als volgt gedefinieerd worden:

H2: Belgische KMO's die hun personeel minder sociale en extralegale voordelen bieden, hebben een hoge schuldgraad.

Daarnaast is het ook belangrijk om te kijken naar de diversiteit van het personeel binnen de onderneming en die invloed ervan op de kapitaalstructuur van de onderneming. Zo is er recent veel aandacht geweest voor de rol van de diversiteit van het personeelsbestand in de academische wereld. In die zin onthult de verpletterende meerderheid van de financiële literatuur een negatief verband tussen genderdiversiteit in de bestuurskamer en beslissingen over de kapitaalstructuur (AA Zaid et al., 2020). Desondanks blijft er in de literatuur enige onenigheid bestaan. Zo stellen Schubert (2006) en Maxfield et al. (2010) dat vrouwen meer risico-avers zijn dan mannen. Dit betekent dat vrouwen eerder geneigd zijn om beslissingen te nemen, die een laag risico inhouden. Terwijl mannen eerder geneigd zijn om beslissingen met een hoger risico te nemen. Schicks (2014) verklaart dan ook dat mannen een hoger risico op overmatige schuldenlast lopen dan hun vrouwelijke tegenhangers. Een plausible reden voor dit resultaat zou kunnen zijn dat de risicoaversiedoctrine helpt om financieringsrisico's te mijden en hierdoor vrouwen minder schulden maken. Ook op bedrijfsniveau is dit merkbaar, zo geeft Virtanen (2012) aan dat vrouwelijke bestuursleden een actievere rol spelen in de directie van een onderneming dan hun mannelijke collega's. Volgens Ruigrok et al. (2007) kunnen vrouwelijke bestuurders daardoor meer bijdragen aan de prestaties van de directie door hun overtuigende invloed op het besluitvormingsproces. In context van schulden is dan ook vastgesteld dat bedrijven met een genderdivers bestuur, een lagere schuldgraad hebben door de aanwezigheid van vrouwelijke bestuurders (AA Zaid et al., 2020). Hypothese 3 kan dan ook als volgt gedefinieerd worden:

H3: Belgische KMO's met een genderdivers management hebben een lagere schuldgraad.

Naast een mooie vergoeding en andere legale voordelen is het voor een onderneming belangrijk om zijn werknemers te behouden gedurende een langere periode. Bedrijven hebben een goede reden om aantrekkelijkere voorwaarden te willen creëren om hun werknemers te behouden en een goede werkgeversreputatie op te bouwen. Dit komt door de hoge kosten die gepaard gaan met het personeelsverloop en de druk die wordt uitgeoefend als gevolg van een tekort aan vaardigheden in de sector (Stamolampros & Symitsi, 2022). Met dat in het achterhoofd is het zinvol om de relatie tussen de behandeling van werknemers en de financieringsbeslissing te onderzoeken. Hypothese 4 kan dan ook als volgt gedefinieerd worden:

H4: Belgische KMO's met een hoog personeelsverloop hebben een hoge schuldgraad.

4) Data en methodologie

4.1 Steekproefbepaling

Om deze hypothesen te kunnen testen, moet er data verzameld worden. De data die gebruikt zal worden voor het testen van de hypothesen is afkomstig uit de "Bel-First" database. Deze database is afkomstig van "Bureau van Dijk", een grote uitgever van bedrijfsinformatie en gespecialiseerd in private bedrijfsgegevens. Bel-First bevat bedrijfsinformatie over de Belgische en Luxemburgse ondernemingen over een periode van de voorbije tien jaar.

Deze database bevat op het moment van het schrijven van deze masterproef de bedrijfsinformatie van 1.123.000 bedrijven waarvan er 993.038 Belgische bedrijven zijn. Van deze Belgische bedrijven zijn er 542.617 als actief gecategoriseerd. Omdat dit aantal een te grote basis is voor een steekproef zullen er enkele bijkomende restricties worden opgelegd, om zo tot een representatieve steekproef te komen en de kans op eventuele vertekening te minimaliseren. Een eerste restrictie die zal doorgevoerd worden, is het uitzuiveren van bedrijven met een atypische kapitaalstructuur. Zo worden overheids- en nutsbedrijven alsook financiële instellingen uit deze lijst gefilterd, dit aan de hand van de NACE-BEL 2008 codes. Een overzicht van de uitgesloten sectoren wordt in tabel 1 weergegeven.

37	Afvalwaterafvoer
38	Inzameling, verwerking en verwijdering van afval; terugwinning
64	Financiële dienstverlening, exclusief verzekeringen en pensioenfondsen
65	Verzekeringen, herverzekeringen en pensioenfondsen, exclusief verplichte sociale verzekeringen
66	Ondersteunende activiteiten voor verzekeringen en pensioenfondsen
77	Verhuur en lease
84	Openbaar bestuur en defensie; verplichte sociale verzekeringen
85	Onderwijs
86	Menselijke gezondheidszorg
94	Verenigingen
97	Huishoudens als werkgever van huishoudelijk personeel
98	Niet-gedifferentieerde productie van goederen en diensten door particuliere huishoudens voor eigen gebruik
99	Extraterritoriale organisaties en lichamen

Tabel 1: NACE-BEL 2008 codes en bijhorende sectoren

Na het uitfilteren van de ondernemingen die tot deze NACE-BEL 2008 codes behoren, blijven er nog 485.424 actieve Belgische bedrijven over. Wanneer er gekeken wordt naar het aantal actieve

KMO's in België, is het belangrijk dat de Bel-First definitie wordt gevolgd. Volgens de Bel-First KMO-definitie is een KMO een zelfstandige onderneming die voldoet aan de volgende voorwaarden:

Criteria	Kleine onderneming (ko)	Middelgrote onderneming (mo)
Medewerkers	Meer dan 15	Meer dan 150
OFWEL jaaromzet	Maximaal 1 miljoen euro	Minimaal 10 miljoen euro
OFWEL balanstotaal	Maximaal 2 miljoen euro	Minimaal 20 miljoen euro

Tabel 2: Bel-First definitie van een KMO met criteria

Volgens de Bel-First definitie wordt een onderneming als klein beschouwd indien zij aan minstens één van de bovenstaande criteria voldoet en zal een onderneming als middelgroot worden beschouwd indien zij aan minstens twee van de bovenstaande voorwaarden voldoet. Zo zijn er 444.865 bedrijven die aan de voorwaarden opgesomd in tabel 2 voldoen. Om het representatief staal van bedrijven in overeenstemming te brengen met de definitie van KMO volgens Bel-First op het vlak van aantal werknemers, worden ondernemingen met minder dan 15 werknemers geweerd. Na het toepassen van deze restrictie, blijven er 13.904 bedrijven over.

De tijdsperiode die beschikbaar is via Bel-First is tien jaar, omwille van het gebrek aan cijfers over 2022, zijn er in realiteit negen jaar aan informatie beschikbaar. Aangezien er een groot aantal veranderlijke variabelen gebruikt zullen worden voor het testen van de vier hypothesen, wordt er gebruik gemaakt van de gegevens van 2013-2021. Wanneer deze gegevens gefilterd worden op basis van deze criteria blijven er 1.763 bedrijven over. Dit aantal bedrijven vormt de basis voor de statistische analyses van de vier bovengenoemde hypothesen. Hoe dit cijfer van 1.763 bedrijven tot stand komt, wordt in tabel 3 weergegeven.

Restricties	Aantal geschikte bedrijven
Locatie: België	993.038
Status: Actief	542.617
Sector: NACE-BEL 2008	485.424
KMO	444.865
Personeel > 15	13.904
Gegevens 2013-2021	1.763
Steekproefgrootte	1.763
Observaties	15.867

Tabel 3: Samenstelling steekproef

Om de steekproef beter te begrijpen en nadien te analyseren, is het belangrijk om een beter zicht te hebben op de verdeling van de bedrijven binnen verschillende sectoren. Dit gebeurt aan de hand van de NACE-codes. Een overzicht van deze onderverdeling is terug te vinden in tabel 4.

NACE-code	Aantal bedrijven
A – Landbouw, jacht en bosbouw	10
B – Winning van delfstoffen	2
C – Industrie	197
D – Productie en distributie van elektriciteit, gas, stoom en gekoelde lucht	2
E – Distributie van water; afval- en afvalwaterbeheer en sanering	11
F – Bouwnijverheid	127
G – Groot- en detailhandel; reparatie van auto's en motorfietsen	262
H – Vervoer en opslag	182
I – Verschaffen van accommodatie en maaltijden	57
J – Informatie en communicatie	105
K – Financiële activiteiten en verzekeringen	12
L – Exploitatie van en handel in onroerend goed	10
M – Vrije beroepen en wetenschappelijke en technische activiteiten	136
N – Administratieve en ondersteunende diensten	138
O – Openbaar bestuur en defensie; verplichte sociale verzekeringen	0
P – Onderwijs	16
Q – Menselijke gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening	409
R – Kunst, amusement en recreatie	50
S – Overige diensten	31
T – Huishoudens als werkgever; niet-gedifferentieerde productie van goederen en diensten door huishoudens voor eigen gebruik	6
U – Extraterritoriale organisaties en lichamen.	0
Totaal	1.763

Tabel 4: Onderverdeling steekproef per sector

Van de 1.763 bedrijven zijn op het moment van het schrijven de meeste bedrijven actief in volgende sectoren:

- Menselijke gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening (409)
- Groot- en detailhandel; reparatie van auto's en motorfietsen (262)
- Industrie (197)

Tabel 5 toont het minimum, het maximum en het gemiddelde van de steekproef.

2021	Minimum	Maximum	Gemiddelde
Personeelsbestand	15 VTE	147 VTE	42 VTE
Aantal activiteitsjaren als onderneming	9 jaar	122 jaar	35 jaar
Brutomarge (dz EUR)	-44 €	9.447 €	1.856 €
Resultaat van het boekjaar (dz EUR)	-8.782 €	50.269 €	130 €
Totaal Actief (dz EUR)	1 €	68.793 €	4.903 €

Tabel 5: Kenmerken steekproef

4.2 Methodologie

Voor het testen van bovenstaande hypothesen zal er gebruikt gemaakt worden van data die verkregen wordt uit de Bel-First database. Deze gegevens worden eerst bewerkt in Excel en zullen nadien in STATA 18.1 worden verwerkt om de nodige analyses te kunnen uitvoeren. Op basis van de gegevens die verkregen worden uit de bovengenoemde steekproefgrootte, kunnen verschillende variabelen gecreëerd worden. De data die verkregen wordt uit de Bel-First database kan omschreven worden als longitudinale data, beter bekend als panel data. Panel data bestaat uit 2 dimensies: i de individuele dimensie en t de tijddimensie (Hsiao, 2007). De formule ziet er als volgt uit:

$$X_{it}, i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

In deze masterproef zal data verkregen worden uit 1.763 verschillende entiteiten ($i = 1.763$), dit gedurende een tijdsperiode van 9 jaar ($t = 9$). Ook is er sprake van een gebalanceerd panel, aangezien er voor elke onderneming in elk jaar tussen 2013 en 2021, waarden gemeten worden. Indien er in een bepaald jaar geen waarden gemeten worden voor een bepaald bedrijf, spreekt men over een ongebalanceerd panel.

Wanneer men gebruik maakt van paneldata om hypothesen te testen, bestaan er verschillende modellen. Een eerste model dat gebruikt kan worden is het *fixed-effects* model. In dit model neem

je vaste parameters (*fixed-effects*) op voor elk individu in de panel data. Zo kan men de individu-specifieke kenmerken controleren die een mogelijke invloed hebben op de afhankelijke variabelen. Het model gaat er ook van uit dat het effect van de onafhankelijke variabelen hetzelfde is voor ieder individu in de panel data.

Een ander model is het *random-effects* model. In dit model gaat men ervan uit dat de effecten van de onafhankelijke variabelen variëren tussen individuen, maar de verdeling van de random effects constant blijft doorheen de tijd. Het model is dus minder restrictief dan het *fixed-effects* model. Een derde en laatste model dat men kan gebruiken is het Pooled OLS model. Dit model negeert de panel structuur van de data en behandelt alle observaties alsof ze afkomstig zijn uit een enkele cross-sectionele dataset. Aangezien in de masterproef de schuldgraad doorheen de tijd zal worden geanalyseerd, kan dit model niet gebruikt worden voor het testen van de verschillende hypothesen. Doorheen deze masterproef zullen het random-effects en fixed-effects model gebruikt worden, waarbij bij iedere regressie wordt aangegeven welk model gebruikt wordt.

De betrouwbaarheid van deze empirische studie zal bepaald worden door de gegevens verkregen uit de Bel-First database. Hoewel dit een gerenommeerde database is, kunnen eventuele fouten in de database opgenomen worden in de verwerking ervan. Echter zal in studies met dezelfde restricties, dezelfde resultaten bekomen worden. Ook de validiteit van deze studie zal gewaarborgd worden door gebruik te maken van literatuur die relevant is voor het bieden van een antwoord op de onderzoeksvraag.

5) Onderzoeksvariabelen

In dit hoofdstuk worden per hypothese de verschillende variabelen toegelicht die nodig zijn. We kunnen een onderscheid maken tussen 3 soorten variabelen:

- De afhankelijke variabelen
- De onafhankelijke variabelen
- De controlevariabelen.

De onafhankelijke en afhankelijke variabelen kunnen gezien worden als een oorzaak en gevolg, waarbij de afhankelijke variabele het gevolg is van een wijziging in de onafhankelijke variabele (oorzaak). Daarnaast zijn er ook nog controlevariabelen. Dit zijn variabelen die opgenomen worden in de statistische analyses om de relatie tussen de afhankelijke variabele en de onafhankelijke variabelen beter te begrijpen. In een typische statistische analyse, worden onafhankelijke variabelen gebruikt om de afhankelijke variabele te verklaren. Echter kunnen er ook andere variabelen zijn die een invloed hebben op de afhankelijke variabele die niet worden opgenomen in het model. Doordat deze variabelen niet gecontroleerd worden, kan dit leiden tot een vertekening van de resultaten. Controlevariabelen helpen dus om deze vertekening te doen verminderen.

5.1 Hypothese 1

H1: Belgische KMO's met een hoge schuldgraad hebben gemiddeld een hogere loonkost per werknemer.

5.1.1 Afhankelijke variabele

Loonkost per werknemer

Voor de eerste hypothese zal het loon per werknemer als afhankelijk beschouwd worden. Om deze loonkost te kunnen berekenen, wordt de loonkost gelijkgesteld aan de personeelskost per werknemer. Onder deze personeelskosten vallen de bezoldigingen, sociale lasten, pensioenen en andere personeelskosten. Deze worden nadien gedeeld door het aantal VTE's in de onderneming.

$$\text{Loonkost per werknemer} = \text{Personeelskosten (in VTE)} / \text{aantal VTE's}$$

5.1.2 Onafhankelijke variabele

Schuldgraad

Dit onderzoek wil staven dat de loonkost per werknemer een oorzakelijk verband kent met de schuldgraad van een onderneming. Deze schuldgraad kan berekend worden door de totale schulden zowel op korte als op lange termijn te delen door het eigen vermogen. Op Bel-First is dit bedrag al

berekend als het kengetal "algemene schuldgraad". Dit cijfer zal gebruikt worden als onafhankelijke variabele. De algemene schuldgraad wordt ook wel de debt-to-equity ratio genoemd. Het is een belangrijke ratio, aangezien het kunnen bepalen van de gepaste kapitaalstructuur en de bijhorende kosten cruciaal zijn voor de waarde creatie binnen een onderneming (Ayres & Dolvin, 2019).

5.2 Hypothese 2-3-4

H2: Belgische KMO's die hun personeel minder sociale en extralegale voordelen bieden, hebben een hoge schuldgraad.

H3: Belgische KMO's met een genderdivers management hebben een lage schuldgraad.

H4: Belgische KMO's met een hoog personeelsverloop hebben een hoge schuldgraad.

5.2.1 Afhankelijke variabele

Schuldgraad

In hypothese 2, 3 en 4 is de schuldgraad niet langer een onafhankelijke variabele maar een afhankelijke variabele. Dit wil zeggen dat de schuldgraad een gevolg is van een wijziging in de onafhankelijke variabelen.

5.2.2 Onafhankelijke variabelen

Sociale voordelen

Ondernemingen bieden hun werknemers naast een loon ook vaak sociale voordelen aan. Deze moeten ervoor zorgen dat de banden tussen personeelsleden onderling versterken of de band tussen de onderneming en het personeel versterkt wordt. Dit kan gaan van banale zaken zoals het uitdelen van soep/koffie tijdens de werkuren, tot maaltijdcheques en/of groepsverzekeringen. Een andere vorm van sociale voordelen die werkgevers hun personeelsleden kunnen bieden, is in de vorm van een of meerdere opleidingen. Hierdoor verrijken de werknemers zich met nieuwe informatie of leren de werknemers een nieuwe vaardigheid. Dit komt zowel de werknemers als de werkgevers ten goede. Om de sociale voordelen per werknemer te berekenen, kan volgende formule gebruikt worden.

Sociale voordelen per werknemer = (opleidingskosten voor de onderneming + patronale premies voor extralegale verzekeringen) / aantal VTE's

Geslacht

Voor het testen van de derde hypothese zal er gekeken worden naar het aantal vrouwen met een directiefunctie binnen de onderneming. Dit gebeurt door binnen Bel-First een extra restrictie op te leggen waarbij er minstens 1 vrouwelijke persoon aanwezig moet zijn in de directie van de

onderneming. Op basis van dit criteria blijven er van de 1.763 ondernemingen nog 1.092 ondernemingen over. Om alle bedrijven in de steekproef te behouden, zal er een dummy variabele gecreëerd worden waarbij een bedrijf de waarde 0 wordt toegewezen als er geen vrouw een directiefunctie bekleedt binnen de onderneming. De waarde 1 wordt toegewezen aan ondernemingen waarbij er wel een vrouw aanwezig is in de directie van de onderneming.

Personeelsverloop:

Voor het testen van de laatste hypothese zal er gekeken worden naar het personeelsverloop binnen een onderneming. Om dit verloop te kennen, kan men de volgende formule gebruiken.

$$\text{Personeelsverloop} = \text{uitgetreden in VTE} / \text{aantal VTE's}$$

5.2.3 Controlevariabelen

Bij het onderzoeken van deze hypothesen worden er ook verschillende controlemaatregelen opgenomen die de relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen kunnen beïnvloeden. Volgende variabelen zullen dan ook toegevoegd worden aan het regressiemodel:

Winstgevendheid

De winstgevendheid van een onderneming is een belangrijke controlevariabele voor het testen van de hypothesen. Zo blijkt uit het onderzoek van Shubita and Alsawalhah (2012) dat er een negatieve relatie is tussen de hoeveelheid schulden in een onderneming en de winstgevendheid ervan. Hun bevindingen toonden aan dat een toename in schulden geassocieerd werden met een afname in winstgevendheid en dus hoe hoger de schulden, hoe lager de winstgevendheid bleek te zijn. De winstgevendheid kan in Bel-First verkregen worden door de winst per werknemer te meten.

$$\text{Winstgevendheid} = \text{Winst per werknemer}$$

Grootte van de onderneming

Een tweede controlevariabele die gebruikt wordt voor het testen van de hypothesen is de grootte van de onderneming. Veel bedrijven maken in het begin gebruik van interne financiering en kunnen pas na een bepaalde maturiteit gebruik maken van externe financieringsbronnen. Om de invloed hiervan te weten op de algemene schuldgraad van de onderneming zal de grootte van de onderneming worden toegevoegd als controlevariabele. Bij het kiezen van de grootte van de onderneming kan men kiezen om dit uit te drukken in aantal VTE's of in de jaarlijkse omzet van een onderneming. Binnen deze masterproef zal het aantal VTE's als representatieve variabele genomen worden.

Vaste activa

Een derde controlevariabele die gebruikt wordt voor het testen van de hypothesen zijn de vaste activa van een onderneming. Dit komt doordat bedrijven vaak vaste activa als onderpand gebruiken voor schulden. Dit betekent dat wanneer een bedrijf in gebreke blijft met de aflossingen van zijn schulden, de geldschieter het recht heeft om de vaste activa te liquideren om zo de schuld te

kunnen aflossen. Het onderpand dient dus als een vorm van zekerheid en vermindert het risico bij het verstrekken van een lening. Voor deze controlevariabele zal er gebruik gemaakt worden van de vaste bedrijfsactiva per werknemer.

Activiteitsjaren als onderneming

Een vierde controlevariabele die gebruikt wordt voor het testen van de vier hypothesen zijn de activiteitsjaren als onderneming. Dit komt doordat over het algemeen gezegd wordt dat oudere ondernemingen meer tijd hebben gehad om kapitaal op te bouwen en dus ook voldoende reserves hebben kunnen genereren. Oudere ondernemingen beschikken dan ook over het algemeen over meer eigen vermogen en zijn dus minder afhankelijk van schuldfinanciering. Jongere bedrijven daarentegen hebben minder tijd gehad om voldoende kapitaal op te bouwen en zijn vaak afhankelijk van externe financiering om hun groei, schulden en activiteiten te financieren. Ze hebben daarnaast ook beperkte toegang tot kapitaalmarkten en moeten vertrouwen op leningen van financiële instellingen.

6) Resultaten

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het empirisch onderzoek weergegeven. Allereerst wordt er een beschrijving gedaan van de onderzochte variabelen, daarna zal er over gegaan worden tot een meer beschrijvende analyse en tot slot wordt er nog een regressie uitgevoerd.

6.1 Descriptieve Analyse

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaardafwijking
Loonkost per werknemer (A)	4.493	249.560	53.306	21.135
Schuldgraad (H1: O; H2-H3-H4: A)	0,03	75,63	3,46	6,55
Sociale voordelen per werknemer (O)	0	17.194	925	1.689
Geslacht (O)(Dummy)	0	1	0,62	0,49
Personeelsverloop (O)	0	0,97	0,18	0,19
Winstgevendheid (C)	0	338.625	10.036	18.789
Grootte van de onderneming (C)	15	354	45	29
Vaste activa per werknemer (dz) (C)	0,13	1731,87	46,44	92,41
Activiteitsjaren (C)	9	122	34,78	17,24

Tabel 6: Descriptieve analyse

In tabel 6 zijn de descriptieve statistieken weergegeven van de variabelen die nodig zijn voor het statistisch testen van de vier hypothesen. Tabel 6 is zodanig opgebouwd met eerst de afhankelijke variabele (A), daarna de onafhankelijke variabele (O) en tot slot de controlevariabelen (C).

De afhankelijke variabele in de eerste hypothese, namelijk de gemiddelde loonkost per werknemer wordt berekend op basis van de personeelskosten per VTE en bedraagt in de steekproefpopulatie € 53.306 . Deze loonkost per werknemer kent echter ook een opvallende maximumwaarde van

€ 249.560 en een minimumwaarde van amper € 4.493 . De standaardafwijking van € 21.135 relateert dan weer voornoemde uitschieters qua minimum/maximum.

In hypothese 1 is de schuldgraad een onafhankelijke variabele en stellen we hoge pieken en dalen vast met een positieve uitschieter van amper 0,03 t.o.v. 75,63 aan het andere uiteinde. Het gemiddelde van onze steekproefpopulatie bedraagt 3,46 met dezelfde relativering van de minimum en maximum uitschieters door een standaardafwijking van 6,55. Deze variabele zal bij het testen van hypothese 2,3 en 4 gebruikt worden als afhankelijke variabele. Ook voor het testen van deze drie hypothesen blijven de descriptieve waarden hetzelfde.

De onafhankelijke variabele in hypothese 2 is de gemiddelde kostprijs van de sociale voordelen per VTE, bestaande uit de opleidingskosten voor de onderneming, verhoogd met de patronale premies voor extralegale verzekeringen (vnl. 2^{de} pijlerpensioenopbouw) en bedraagt € 925 per jaar per VTE, met een absolute uitschieter van € 17.194 . De standaardafwijking van € 1.689 relateert opnieuw dit extreem hoge bedrag.

Voor het testen van de derde hypothese wordt de algemene steekproefpopulatie bijkomend opgedeeld in enerzijds bedrijven met vrouwelijke tewerkgestelde directieleden en anderzijds dezelfde populatie, maar dan zonder aanwezigheid van vrouwelijke directieleden. Van de oorspronkelijke steekproef van 1.763 bedrijven telden 1.092 bedrijven minstens één vrouwelijk directielid tegenover 671 bedrijven zonder enig vrouwelijk directielid. Om deze parameter te testen werd een onafhankelijke dummy-variabele gecreëerd om de populatie op te delen in 2 groepen: groep A (met vrouwen), die de waarde 1 werd toegewezen en groep B (zonder vrouwen), die de waarde 0 werd toegewezen.

Net zoals bij hypothese 2 blijven de afhankelijke variabele en de controlevariabelen onveranderd en wijzigt enkel de onafhankelijke variabele, namelijk de dummy-variabele: "geslacht". Deze onafhankelijke variabele bevindt zich tussen een minimum van 0 en een maximum van 1 wat aansluit bij de definitie van een dummy-variabele. Daarnaast heeft de variabele een gemiddelde van 0,62 en een standaardafwijking van 0,49.

Algemene schuldgraad	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2014-2021 (Gem)
Groep A	3,48	2,88	2,97	2,90	3,04	2,74	2,59	2,77	2.92
Groep B	3,72	3,46	3,44	3,40	3,25	3,08	3,20	3,16	3.34
% verschil	+6,89	+20,14	+15,82	+17,24	+6,91	+12,41	+23,55	+14,08	+14.38

Tabel 7: Tijdsanalyse hypothese 3

Tabel 7 toont de gemiddelde schuldgraad van beide groepen. In groep A bedroeg de gemiddelde schuldgraad over de referentieperiode 2014-2021: 2,92. De gemiddelde schuldgraad over de referentieperiode 2014-2021 bedroeg in groep B: 3,34. Dit is procentueel gezien een verschil van +14,38% ten opzichte van groep A. Dit opmerkelijk verschil was ook vast te stellen in de individuele jaargemiddelden over de beide groepen. Eveneens opmerkelijk is de vaststelling dat in de coronajaren 2020 en 2021 de schuldgraad in Groep A nauwelijks wijzigde (2019 -> 2021: +3 procentpunten ofwel +1,09%), terwijl in Groep B over dezelfde periode de schuldgraad met 8 procentpunten ofwel +2,60% steeg. Deze analyse vormt een eerste indicatie voor de invloed van een vrouw binnen de directie van een onderneming op de algemene schuldgraad. Echter is dit resultaat niet waterdicht en zal er een regressieanalyse uitgevoerd worden, waarbij deze onafhankelijke dummy-variabele wordt toegevoegd.

In tabel 6 wordt eveneens de descriptieve analyse van de gebruikte variabelen voor het testen van hypothese 4 weergegeven. In deze hypothese verandert opnieuw de onafhankelijke variabele, namelijk het personeelsverloop. Het minimale personeelsverloop bedroeg in de referentieperiode "0" (geen uittredingen) en maximaal 97% uittredingen. Dit extreem hoge percentage kan enkel geïnterpreteerd worden als een globale reallocatie van een personeelsbestand (vb. na fusie/overname met centralisatie van het personeelseffectief). Het gemiddelde personeelsverloop bedroeg 18% met een standaardafwijking van 19%.

Voor het testen van de vier hypothesen worden ook verschillende controlevariabelen opgenomen die de relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen kunnen beïnvloeden. De volgende vier controlevariabelen werden opgenomen in de statistische analyse van alle vier hypothesen:

De winstgevendheid per VTE toont zoals verwacht extremen met een "0" qua winstgevendheid bij verlieslatende bedrijven en maar liefst € 338.625 als positieve uitzondering. Gemiddeld gezien bedraagt de winstgevendheid per VTE € 10.036 met een standaardafwijking van € 18.789 .

De in de populatie opgelegde restrictie van 15 VTE's, overeenstemmend met de definitie van een KMO volgens Bel First, resulteert qua grootte van onderneming uiteraard in een minimum aantal VTE's van 15 ten opzichte van een maximum van 354 VTE's. Gemiddeld telt onze populatie 45 VTE's met een standaardafwijking van 29.

Het aantal vaste activa per werknemer, uitgedrukt in duizend euro's, ligt in een range tussen een minimum van € 0,13 en een maximum van € 1.731,87 . Het gemiddelde van € 46,44 met een standaardafwijking van € 92,41 zet het maximum dan weer in een correcter perspectief.

De onderzoeksgroep vertrok van de absolute norm van een minimale ondernemingsactiviteit van 9 boekjaren, dat perfect weerspiegeld wordt in de descriptieve analyse. Gemiddeld waren de ondernemingen uit de doelgroep 34,78 jaren actief, met een uitschieter van 122 jaar en een standaardafwijking van 17,24 jaar.

6.2 Regressieanalyse

	Schuldgraad	Loonkost per werknemer	Sociale voordelen per werknemer	Geslacht	Personeelsverloop	Winstgevendheid	Grootte van de onderneming	Vaste activa per werknemer	Activiteitsjaren
Schuldgraad	1								
Loonkost per werknemer	0,0048	1							
Sociale voordelen per werknemer	0.0130	0.6396***	1						
Geslacht	-0.0222	-0.1168***	-0.1049***	1					
Personeelsverloop	0.0349	-0.0155	-0.0392	0.0059	1				
Winstgevendheid	-0.0007	0.0656***	0.0090	-0.0409*	-0.0059	1			
Grootte van de onderneming	0.0009	-0.1646***	-0,0907***	0.1912***	0.1186***	-0.0247	1		
Vaste activa per werknemer	0.0045	0.0022	0.0082	0.0372	0.0035	-0.0054	0.0094	1	
Activiteitsjaren	0,1351***	-0.0110	0.0132	0.1178***	-0.0833***	-0.0304	0.1469***	0.0044	1

Tabel 8: Correlatiematrix

Het significantieniveau wordt aangegeven door middel van asterisken (*): *** 1%; ** 5%; * 10%

De resultaten uit de correlatiematrix tonen het positieve of negatieve verband tussen 2 variabelen. De grootste correlatie (0,6396) is de correlatie tussen de sociale voordelen en de loonkost per werknemer. Deze correlatie is dan ook significant op het 1% significantieniveau. Ook zien we een negatieve correlatie tussen het vrouwelijk geslacht en de loonkost per werknemer en de sociale voordelen per werknemer. Ook deze correlaties zijn beide statistisch significant op het 1% significantieniveau.

Op basis van de gekozen variabelen voor het testen van de eerste hypothese kunnen ook de correlaties bekeken worden. De resultaten uit de correlatiematrix tonen aan dat er geen of quasi onbestaande correlatie is van 0,0048 tussen de gemiddelde schuldgraad van een onderneming en de gemiddelde loonkost per werknemer. De correlatie voldoet niet aan het 99% betrouwbaarheidsinterval, hetgeen erop wijst dat er geen statistisch significant positief verband is. Op het significantieniveau van 1%, zien we een statistisch positieve correlatie tussen de loonkost per werknemer en de winstgevendheid. Ook is er een statistisch negatieve correlatie met de grootte van de onderneming.

Op basis van de correlatiematrix kan er ook gekeken worden naar de eventuele correlaties tussen de variabelen uit de tweede hypothese. De resultaten tonen aan dat er nauwelijks een correlatie is (0,0130) tussen de gemiddelde schuldgraad van een onderneming en de sociale en extralegale voordelen per werknemer. De afwezigheid van de asterisken wijst op het feit dat er geen statistisch significant verband is. Echter is er op het 1% significantieniveau een licht negatieve correlatie tussen de sociale voordelen per werknemer en de grootte van de onderneming

De Pearson correlatie, toegepast op hypothese 3, vertoont een nauwelijks negatieve correlatie van -0,0222 tussen de gemiddelde schuldgraad van een onderneming en het vrouwelijk geslacht van de directieleden. De afwezigheid van asterisken wijst op het feit dat er geen statistisch significant verband is. Er is echter wel een statistisch significant verband tussen het geslacht, de winstgevendheid (10% significantieniveau), de grootte van de onderneming en de activiteitsjaren.

De resultaten uit onze statistische analyse van hypothese 4 tonen aan dat er nauwelijks een positieve correlatie is van 0.0349 tussen de gemiddelde schuldgraad van een onderneming en het personeelsverloop. De afwezigheid van asterisken wijst op het feit dat er geen statistisch significant verband is.

	Hypothese 1	Hypothese 2	Hypothese 3	Hypothese 4
Afhankelijke variabele	Loonkost per werknemer	Schuldgraad	Schuldgraad	Schuldgraad
Onafhankelijke variabele				
Schuldgraad	23,01973 (0,28)			
Sociale voordelen per werknemer		0,0000668 (0,70)		
Geslacht			-0,1494872 (-0,44)	
Personeelsverloop				0,0280808 (0,86)
Controlevariabelen				
Winstgevendheid	0,0521131 (2,12)**	1,12e-07 (0,02)	1,18e-07 (0,02)	3,10e-07 (0,05)
Grootte van de onderneming	-113,8829 (-6,45)***	0,0061108 (1,14)	0,0061852 (1,14)	0,0051717 (0,96)
Vaste activa per werknemer	-0,7077038 (-0,12)	0,0003703 (0,21)	0,0004045 (0,23)	0,0003682 (0,21)
Activiteitsjaren	3,921378 (0,12)	-0,0527691 (-5,58)***	-0,0522573 (-5,50)***	-0,0517534 (-5,54)***
Constante	57375,85 (39,05)***	4,953816 (11,47)***	5,086327 (11,43)***	4,996507 (11,85)***
F	9.63***	6,30***	6,24***	6.35***
R²	0.0297	0,0189	0,0187	0,0190

Tabel 9: Regressieanalyse

In hypothese 1 wordt de relatie tussen de loonkost per werknemer en de schuldgraad onderzocht; in hypothese 2 wordt de relatie tussen de sociale voordelen per werknemer en de schuldgraad onderzocht; in hypothese 3 wordt de relatie tussen het vrouwelijk geslacht van een directielid en de schuldgraad onderzocht; en in hypothese 4 wordt de relatie tussen het personeelsverloop en de schuldgraad onderzocht. De Z-waarde wordt weergegeven tussen parenthesen. Het significantieniveau wordt aangegeven door middel van asterisken (*): *** 1%; ** 5%; * 10%

In tabel 9 wordt per hypothese de regressieanalyse weergegeven. Op basis van de F-waarde en de hiermee geassocieerde P-waarde, kunnen we concluderen dat de onafhankelijke variabele de afhankelijke variabele betrouwbaar voorspelt op het 1% significantieniveau. Daarnaast is er ook een lage R² zichtbaar, hetgeen erop wijst dat slechts 2% van de variantie in loonkost of schuldgraad verklaard kan worden door de onafhankelijke en de controlevariabele.

De regressieanalyse van hypothese 1 toont aan dat bij een toename van de grootte van de onderneming met één eenheid, de loonkost daalt met 113 eenheden en dit op het 1% significantieniveau. Daarnaast is er bij een stijging van één eenheid van de winstgevendheid een stijging van de loonkost per werknemer te noteren op een 5% significantieniveau. De regressieanalyse toont daarnaast ook aan dat een toename van de schuldgraad met één eenheid, resulteert in een toename van de gemiddelde personeelskost met amper 23,01973, niet met zekerheid gezegd kan worden, aangezien de schuldgraad niet statistisch significant is.

De R^2 in deze regressie bedraagt 0,0297, hetgeen wijst op het feit dat ieder verband tussen een gewijzigde schuldgraad en toename/afname van personeelskost, eerder toevallig is. Een P-waarde van 0,780 bevestigt de afwezigheid van een positief statistisch significant verband tussen beide waarden.

De regressieanalyse van hypothese 2 toont aan dat een toename van de schuldgraad met één eenheid, resulteert in een quasi status quo (coëfficiënt van 0.0000668) van de gemiddelde sociale voordelen per VTE. Dit is echter niet statistisch significant.

De R^2 in deze regressie bedraagt 0,0189. Dit geeft aan dat de sociale voordelen per VTE, de winstgevendheid, de grootte van de onderneming, de vaste activa per werknemer en de activiteitsjaren slechts 1,89% van de wijziging in de schuldgraad van de onderneming kan verklaren. Het resultaat ondersteunt hypothese 2 dus niet en toont niet aan dat Belgische KMO's met een hoge algemene schuldgraad minder sociale en extralegale voordelen bieden aan hun personeel.

De regressieanalyse van hypothese 3 toont aan dat een toename van de schuldgraad met één eenheid nauwelijks gelinkt is aan het geslacht (V) van de directieleden. Ook dit gegeven is niet statistisch significant op een 1% significantieniveau. De R^2 verklaart slechts 1,87% van de wijziging in de schuldgraad als gevolg van het geslacht (V) van de directieleden, de winstgevendheid, de grootte van de onderneming en de vaste activa per werknemer. Het resultaat ondersteunt hypothese 3 helaas niet en toont niet aan dat Belgische KMO's met vrouwelijke directieleden een lagere gemiddelde schuldgraad kennen.

De regressieanalyse van hypothese 4 toont tenslotte aan dat een toename van de schuldgraad met één eenheid, resulteert in een quasi status quo (coëfficiënt van 0,0280808) van het personeelsverloop. Ook dit is niet statistisch significant.

De R^2 in deze regressie bedraagt 0,0190. Dit geeft aan dat het personeelsverloop, de winstgevendheid, de grootte van de onderneming (gemeten in VTE's), de vaste activa per werknemer en de activiteitsjaren slechts 1,90% van de wijziging in de schuldgraad van de onderneming kan verklaren. Het resultaat ondersteunt hypothese 4 niet en toont niet aan dat Belgische KMO's met een hoge algemene schuldgraad een hoger personeelsverloop kennen.

7) Conclusie en discussie

Het uitgangspunt van deze masterproef was het onderzoeken van de invloed van stakeholders theorie op de kapitaalstructuur van een onderneming waarbij de steekproefpopulatie beperkt werd tot de Belgische KMO's volgens de definitie van Bel-First, en bijkomend opgelegde restricties, resulterend in een steekproef van 1.763 bedrijven, hetgeen representatief genoemd kan worden. De centrale onderzoeksvraag luidde: "Kan de stakeholder theorie de kapitaalstructuur van een Belgische KMO verklaren?" Een onderneming heeft diverse stakeholdersgroepen, en voor deze masterproef werd gefocust op het personeelsbeleid van een KMO, en de impact hiervan op de kapitaalstructuur. Om dit te testen werden 4 hypothesen geformuleerd.

De eerste hypothese stelde dat Belgische KMO's met een hoge schuldgraad gemiddeld een hogere loonkost per werknemer hadden. Om dit te testen, werd er gebruikt gemaakt van een Pearson correlatie en nadien een regressieanalyse. Uit de resultaten van deze empirische analyses is dan ook gebleken dat Belgische KMO's met een hoge algemene schuldgraad geen hogere loonkost per VTE hebben en dus geen hogere loonkost hebben. De tweede hypothese ging onderzoeken wat de relatie was tussen de sociale voordelen per werknemer en de algemene schuldgraad van een Belgische KMO. Voor het testen van de hypothesen werden enkele controlevariabelen toegevoegd om een beter beeld te krijgen op de relatie tussen de schuldgraad en de sociale voordelen per werknemer. Onderzoek toonde geen correlatie aan tussen de schuldgraad en de sociale voordelen per werknemer. De derde hypothese onderzocht de invloed van vrouwen met een directiefunctie op de kapitaalstructuur van Belgische KMO's. De literatuur wees uit dat wanneer vrouwen directiefuncties uitvoerden in de onderneming, de hoeveelheid schulden aanzienlijk lager lag dan in ondernemingen die bestuurd werden door mannen. De resultaten bevestigden deze stelling echter niet. De vierde en laatste hypothese onderzocht de invloed van het personeelsverloop op de kapitaalstructuur van een onderneming. Resultaten toonden aan dat Belgische KMO's met een hoge algemene schuldgraad geen hoger personeelsverloop kennen.

De testresultaten van de vier hypothesen schetsten een duidelijker zicht op de invloed van de stakeholder theorie op de kapitaalstructuur van Belgische kleine en middelgrote ondernemingen. Algemeen kan men stellen dat de stakeholder theorie weinig invloed heeft op de kapitaalstructuur van Belgische KMO's.

Dit onderzoek bevat ook echter heel wat beperkingen. Een eerste beperking heeft te maken met de samenstelling van de steekproef. Belgische KMO's zijn in tegenstelling tot beursgenoteerde bedrijven niet verplicht om hun jaarrekening in het volledig model te publiceren. In België mogen kleine bedrijven hun jaarrekening ook publiceren in een verkort model. Dit verkort model zorgt ervoor dat er minder informatie per rubriek beschikbaar is, wat het selecteren van de steekproef ook moeilijker maakt. Indien KMO's ook hun jaarrekening ook in een volledig model zouden publiceren, zou een grotere steekproef en een grotere verscheidenheid aan ondernemingen verkregen kunnen worden. Een andere beperking hieraan gelinkt, heeft te maken met de functieverdeling binnen de directie van een bedrijf. Bel-First gaat enkel na wie er in de directie zetelt, maar geeft geen specifieke functies weer. Hierdoor zouden de resultaten in hypothese 3 nog

nauwkeurig berekend kunnen worden, wanneer er wordt gekeken naar welke functie vrouwen binnen de directie hebben. Echter biedt dit wel de kans om dit topic in de toekomst grondig te onderzoeken. Een derde beperking heeft te maken met de actualiteit van de cijfers. Voor dit onderzoek is gekeken naar de cijfers van de jaren 2013 tot 2021. Dit komt doordat op het moment van het schrijven de jaarrekeningen van de KMO's van het boekjaar 2022 nog niet volledig waren neergelegd. Dit is uiteraard zeer jammer aangezien er belangrijke inzichten verloren gaan die te maken met het herstel van de COVID-19 pandemie.

Ook dit biedt dan weer opportuniteiten voor toekomstig onderzoek. Zo kan men gaan onderzoeken hoe ondernemingen die de COVID-19 crisis overleefd hebben, zich herstellen en welke invloed deze pandemie heeft gehad op een eventuele wijziging van de kapitaalstructuur van de onderneming. Een andere aanbeveling voor toekomstig onderzoek naar de invloed van de stakeholder theorie op de kapitaalstructuur van een onderneming handelt over de verschillende stakeholdergroepen. In dit onderzoek is enkel gekeken naar één belangrijke stakeholdersgroep namelijk de werknemers. Hierbij is er gefocust op het personeelsbeleid dat een onderneming voert en de invloed ervan op de kapitaalstructuur. Toekomstig onderzoek kan zich dan ook gaan focussen op andere belangrijke stakeholdersgroepen zoals de klanten, leveranciers, overheden,... en in de invloed hiervan op de kapitaalstructuur van een onderneming. Tot slot kan er ook nog gekeken worden naar geografische verschillen in de kapitaalstructuur van een onderneming. Zo kan bijvoorbeeld onderzocht worden of er een verschil in kapitaalstructuur is tussen Westerse en Aziatische bedrijven of tussen Amerikaanse en Europese bedrijven. De onderzoeksmogelijkheden zijn legio en er kan dan ook nog veel onderzoek gebeuren naar de stakeholder theorie en de invloed ervan op de kapitaalstructuur.

8) Bibliografie

1. AA Zaid, M., Wang, M., TF Abuhijleh, S., Issa, A., WA Saleh, M., & Ali, F. (2020). Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(5), 939-964.
2. Abel, A. B. (2018). Optimal debt and profitability in the trade-off theory. *The Journal of Finance*, 73(1), 95-143.
3. Ackermann, F., & Eden, C. (2011). Strategic management of stakeholders: Theory and practice. *Long range planning*, 44(3), 179-196.
4. Ahmeti, F., & Prenaj, B. (2015). A critical review of Modigliani and Miller's theorem of capital structure. *International Journal of Economics, Commerce and Management (IJEEM)*, 3(6).
5. Alifani, G. A., & Nugroho, A. B. (2013). Proving Modigliani and Miller Theories of Capital structure: The Research on Indonesia's cigarette companies. 7th International Academic Conference, The International Institute of Social and Economic Sciences (IIES), Prague, Czech Republic,
6. Ansoff, H. I. (1965). The concept of strategy.
7. Argandoña, A. (1998). The stakeholder theory and the common good. *Journal of business ethics*, 17(9), 1093-1102.
8. Ayres, D., & Dolvin, S. (2019). Determining Optimal Capital Structure. *Journal of Financial Education*, 45(2), 243-257.
9. Bae, K.-H., Kang, J.-K., & Wang, J. (2011). Employee treatment and firm leverage: A test of the stakeholder theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 100(1), 130-153.
10. Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance* (5th edition ed.). Pearson Education Limited.
11. *Betekenis-definitie kapitaalstructuur*. Retrieved 4 November from <https://www.dfbonline.nl/begrip/3179/kapitaalstructuur>
12. Bhattacharya, S., & Londhe, B. (2014). Micro entrepreneurship: Sources of finance & related constraints. *Procedia Economics and Finance*, 11, 775-783.
13. Breuer, W., & Gürtler, M. (2008). 50 Years After MM: Recent Developments in Corporate Finance.
14. Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial management: Theory & practice*. Cengage Learning.
15. Brugha, R., & Varvasovszky, Z. (2000). Stakeholder analysis: a review. *Health policy and planning*, 15(3), 239-246.
16. Cekrezi, A. (2013). A literature review of the trade-off theory of capital structure. *Iliria International Review*, 3(1), 125-134.
17. Chemmanur, T. J., Cheng, Y., & Zhang, T. (2013). Human capital, capital structure, and employee pay: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 110(2), 478-502.
18. Clement, R. W. (2005). The lessons from stakeholder theory for U.S. business leaders. *Business Horizons*, 48(3), 255-264. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bushor.2004.11.003>
19. Crosby, B. (1992). *Stakeholder analysis: a vital tool for strategic managers*. USAID's Implementing Policy Change Project.
20. Dang, V. A., Kim, M., & Shin, Y. (2012). *Testing the Dynamic Trade-off Theory of Capital Structure: An Empirical Analysis*.

21. Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidenc. *Academy of Management. The Academy of Management Review*, 20(1), 65.
22. Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*.
23. Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The review of financial studies*, 15(1), 1-33.
24. Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of empirical corporate finance*, 135-202.
25. Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
26. Friedman, M. (1970). A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, 13(1970), 32-33.
27. Goodpaster, K. E. (1991). Business ethics and stakeholder analysis. *Business ethics quarterly*, 53-73.
28. Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
29. Hsiao, C. (2007). Panel data analysis—advantages and challenges. *Test*, 16(1), 1-22.
30. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance* (pp. 77-132). Gower.
31. Jongbloed, B., Enders, J., & Salerno, C. (2008). Higher education and its communities: Interconnections, interdependencies and a research agenda. *Higher education*, 56(3), 303-324.
32. Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
33. Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*.
34. Lampe, M. (2001). Mediation as an ethical adjunct of stakeholder theory. *Journal of business ethics*, 31(2), 165-173.
35. Lattman, P., & Eavis, P. (2013). To satisfy its investors, cash-rich Apple borrows money. *New York Times*.
36. Luoma, P., & Goodstein, J. (1999). Stakeholders and corporate boards: Institutional influences on board composition and structure. *Academy of management journal*, 42(5), 553-563.
37. Maksimovic, V., & Titman, S. (1991). Financial policy and reputation for product quality. *The review of financial studies*, 4(1), 175-200.
38. Mason, R. O., & Mitroff, I. I. (1981). *Challenging strategic planning assumptions: Theory, cases, and techniques*. John Wiley & Sons Incorporated.
39. Maxfield, S., Shapiro, M., Gupta, V., & Hass, S. (2010). Gender and risk: women, risk taking and risk aversion. *Gender in Management: An International Journal*, 25(7), 586-604.
40. McGrath, S. K., & Whitty, S. J. (2017). Stakeholder defined. *International Journal of Managing Projects in Business*.
41. Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
42. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

43. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
44. Mostafa, H. T., & Boregowda, S. (2014). A brief review of capital structure theories. *Research Journal of Recent Sciences* ISSN, 2277, 2502.
45. Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. In: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
46. Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic perspectives*, 15(2), 81-102.
47. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
48. Pan, J. (2013). Evaluating theories of capital structure in different financial systems: an empirical analysis.
49. Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., & Paul, K. (2001). An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of business ethics*, 32(2), 143-156.
50. Ruigrok, W., Peck, S., & Tacheva, S. (2007). Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards. *Corporate governance: an international review*, 15(4), 546-557.
51. Schicks, J. (2014). Over-indebtedness in microfinance—an empirical analysis of related factors on the borrower level. *World development*, 54, 301-324.
52. Schubert, R. (2006). Analyzing and managing risks—on the importance of gender differences in risk attitudes. *Managerial Finance*, 32(9), 706-715.
53. Shubita, M. F., & Alsawalhah, J. M. (2012). The relationship between capital structure and profitability. *International Journal of Business and Social Science*, 3(16), 104-112.
54. Stamolampros, P., & Symitsi, E. (2022). Employee treatment, financial leverage, and bankruptcy risk: Evidence from high contact services. *International Journal of Hospitality Management*, 105, 103268.
55. *Statistieken over kmo's in België*. (2022, 02 december 2022). FOD Economie. <https://economie.fgov.be/nl/themas/ondernemingen/kmos-en-zelfstandigen>
56. Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of financial economics*, 13(1), 137-151.
57. Vanspeybroeck, T. (2004). Het Belang van Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen (MVO) voor Ondernemingen: Empirische Studie van Mission Statements.
58. Virtanen, A. (2012). Women on the boards of listed companies: Evidence from Finland. *Journal of Management & Governance*, 16, 571-593.
59. Vlaanderen, M. (2022). *Wat is MVO*. Retrieved 17 December 2022 from <https://www.mvovlaanderen.be/wat-mvo>
60. Walt, G. (1994). Can interest groups influence government policy. *Health policy: an introduction to process and power*.
61. Yapa Abeywardhana, D. (2017). Capital structure theory: An overview. *Accounting and finance research*, 6(1).