

Kapitaalstructuurbeslissingen in familiebedrijven

Sofie Bellinkx

promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Woord vooraf

Met deze masterproef voltooi ik mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen, master Accountancy en Financiering, aan de Universiteit Hasselt. Graag wil ik een aantal mensen bedanken die er voor gezorgd hebben dat ik deze masterproef en mijn gehele opleiding tot een goed einde heb kunnen brengen.

Eerst en vooral wil ik graag mijn promotor Prof. dr. Wim Voordeckers bedanken voor zijn uitstekende begeleiding. Zijn opbouwende kritiek, raadgevingen en steun waren onontbeerlijk en hebben mij enorm vooruit geholpen met het schrijven van dit werk. Mijn dank gaat eveneens uit naar Mevrouw Anneleen Michiels, omdat ik steeds bij haar terecht kon met vragen.

Daarnaast wil ik nog een speciaal dankwoord richten aan mijn ouders. Zij hebben mij de mogelijkheid gegeven om deze opleiding te starten en ook om deze tot een goed einde te brengen. Zonder hun onvoorwaardelijke steun, aanmoediging en geloof in mijn kunnen was dit niet mogelijk geweest.

Samenvatting

Tegenwoordig gaat steeds meer aandacht uit naar familiebedrijven. Zij zijn immers sterk vertegenwoordigd in de bedrijfswereld. In België maken familiebedrijven 70% van het totaal aantal bedrijven uit, die samen voor 55% van het Bruto Binnenlands Product zorgen. In andere landen zijn familiebedrijven eveneens een veel voorkomende groep van ondernemingen. De literatuur bevat veel studies die aandacht besteden aan verschillende aspecten van familiebedrijven. Deze masterproef spitst zich toe op de determinanten van de kapitaalstructuur van deze bedrijven.

Bij het bestuderen van de literatuur werd al vlug duidelijk dat er geen eenduidigheid bestaat over wat van een bedrijf nu net een familiebedrijf maakt. Van de vele definities die in omloop zijn, is er geen enkele die tot op heden een wijdverspreide acceptatie kent. In hoofdstuk 2 wordt dieper ingegaan op deze problematiek. In de eerste paragraaf worden verschillende definiëringen behandeld. Over het algemeen argumenteren onderzoekers dat familiebetrokkenheid de bepalende factor is van een familiebedrijf. Doch wordt dit begrip op verschillende manieren ingevuld. Enerzijds beweert men dat familiale eigendom en familiaal management aanwezig moet zijn. Anderzijds beschouwen andere onderzoekers bedrijven met één van deze twee kenmerken eveneens als een familiebedrijf. Verder worden de Family Universe Bull's Eye en de F-PEC schaal behandeld. In de tweede paragraaf worden een aantal modellen en theorieën besproken die een hulpmiddel zijn bij het bestuderen van familiebedrijven. Om te beginnen komen het twee-cirkelmodel, drie-cirkelmodel en driedimensionaal ontwikkelingsmodel aan bod. Naast deze modellen kan men familiebedrijven tevens in het perspectief van de agency theorie bekijken. Over de agency kosten in deze bedrijven bestaat echter onenigheid. Volgens de grondslagen van de agency theorie hebben familiebedrijven minder te maken met agency conflicten omwille van de geconcentreerde eigendom. In tegenstelling tot de voorgaande gedachtegang beweren andere onderzoekers dat de agency kosten juist hoger zijn in familiebedrijven. In de tweede paragraaf wordt de resource-based view behandeld. De derde, en laatste, paragraaf licht het belang van familiebedrijven voor de economie toe.

In het derde hoofdstuk worden verschillende theorieën aangaande de kapitaalstructuur besproken. Elke theorie heeft zijn eigen opvatting over de meest optimale kapitaalstructuur. Om te beginnen is er de traditionele visie, die ervan uitgaat dat er een optimale kapitaalstructuur bestaat. Ten tweede komt de theorie van Modigliani en Miller aan bod, waarin beweerd wordt dat een kapitaalstructuur met 100% schulden het meest optimale is. Voorts wordt de static tradeoff benadering besproken, die stelt dat elke onderneming streeft naar een vooropgestelde target schuldratio. De agency theorie beweert dan weer dat de optimale kapitaalstructuur bereikt wordt wanneer de agency kosten minimaal zijn. Betreffende deze agency kosten in familiebedrijven heerst onenigheid in de literatuur. Sommige onderzoekers beweren dat familiebedrijven minder te maken krijgen met agency kosten, terwijl anderen het omgekeerde beweren. Tot slot wordt de pecking-order benadering toegelicht. Volgens deze benadering hebben ondernemingen een voorkeur voor bepaalde financieringsvormen. Men verkiest eerst interne middelen, daarna schulden en tot slot aandelen.

Aan de hand van literatuur worden in hoofdstuk 4 determinanten van de schuldgraad bepaald. De verspreiding van de eigendom, de beschikbaarheid van interne middelen, de onderpandwaarde, de leeftijd en de grootte van de onderneming hebben elk een invloed op de schuldgraad. De relatie tussen de verspreiding van de eigendom en de schuldgraad wordt verwacht U-vormig te zijn. Over de relatie tussen de schuldgraad en de interne middelen beweert men dat meer interne middelen voor een lagere schuldgraad zorgt. Betreffende het verband tussen de onderpandwaarde en de schuldgraad heerst er enige discussie. Enerzijds wordt beweerd dat een onderpand het risico voor kredietverstrekkers vermindert, waardoor er een positief verband bestaat tussen de onderpandwaarde van een onderneming en de schuldgraad. Anderzijds argumenteert men dat ondernemingen met een lagere onderpandwaarde meer schulden zullen aangaan om de consumptie van extralegale voordelen te verminderen. Er heerst eveneens onenigheid over de relatie tussen de schuldgraad en de leeftijd. Bepaalde onderzoekers argumenteren dat oudere bedrijven reeds ingehouden winsten hebben kunnen opbouwen en dus minder nood hebben aan schulden. Andere onderzoekers beweren dat oudere bedrijven minder moeilijkheden ondervinden bij het aangaan van schulden, waardoor er een positief verband bestaat tussen de schuldgraad en de leeftijd. Tot slot wordt er over het algemeen een positief verband verwacht tussen de grootte van de onderneming en de schuldgraad.

In hoofdstuk 5 wordt de opzet van het empirisch onderzoek uitgelegd. Dit houdt een bespreking in van de databank, de variabelen en de methode van gegevensverwerking.

Vervolgens worden in hoofdstuk 6 de empirische resultaten besproken. Om te beginnen wordt de steekproef geanalyseerd aan de hand van beschrijvende statistieken. Vervolgens wordt overgegaan tot de regressie-analyse en de toetsing van de hypothesen. De gebruikte steekproef ondersteunde de hypothese dat er een positieve relatie bestaat tussen de ondernemingsgrootte en de schuldgraad. Deze relatie wordt zowel voor de familie- als de niet-familiebedrijven ondersteund. Er wordt eveneens een negatief verband gevonden tussen de beschikbaarheid van interne middelen en de schuldgraad van familiebedrijven, wat de pecking-order theorie ondersteunt. Voor niet-familiebedrijven blijkt de beschikbaarheid van interne middelen geen determinant van de schuldgraad te zijn. Verder duiden de resultaten op het bestaan van een negatief verband tussen de leeftijd van een bedrijf en de schuldgraad. Bij het maken van een onderscheid tussen familie- en niet-familiebedrijven wordt geen verband gevonden. Tot slot blijken de verspreiding van de eigendom en de onderpandwaarde geen determinant te zijn van de schuldgraad.

Tot slot worden in hoofdstuk 7 de conclusies van deze masterproef geformuleerd.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Lijst van figuren

Lijst van tabellen

Hoofdstuk 1	Probleemstelling	- 11 -
1.1	Praktijkprobleem	- 11 -
1.2	Centrale onderzoeksvraag en deelvraag	- 13 -
1.3	Onderzoeksofzet	- 13 -
Hoofdstuk 2	Het familiebedrijf	- 14 -
2.1	Definiëring	- 14 -
2.2	Modellen en theorieën	- 18 -
2.2.1	Systeemtheorie	- 18 -
2.2.1.1	Twee-cirkelmodel	- 18 -
2.2.1.2	Drie-cirkelmodel	- 19 -
2.2.1.3	Driedimensionaal ontwikkelingsmodel	- 21 -
2.2.2	Agency theorie	- 24 -
2.2.3	Resource-based view	- 25 -
2.3	Belang voor de economie	- 28 -
2.4	Besluit	- 29 -
Hoofdstuk 3	Kapitaalstructuurtheorieën	- 30 -
3.1	De traditionele visie	- 30 -
3.2	De theorie van Modigliani & Miller	- 30 -
3.3	De static tradeoff benadering	- 31 -
3.4	De agency theorie	- 32 -
3.4.1	Algemeen	- 32 -
3.4.2	Altruïsme: voor- en nadelen	- 35 -
3.4.3	De agency theorie in private ondernemingen	- 37 -
3.5	De pecking-order benadering	- 39 -
3.5.1	Algemeen	- 39 -

3.5.2	De pecking-order benadering in familiebedrijven	- 39 -
3.6	Besluit	- 41 -
Hoofdstuk 4	Determinanten van de kapitaalstructuur	- 42 -
4.1	Verspreiding van de eigendom	- 42 -
4.2	Beschikbaarheid interne bronnen	- 45 -
4.3	Onderpandwaarde	- 45 -
4.4	Leeftijd van de onderneming	- 47 -
4.5	Grootte van de onderneming	- 48 -
Hoofdstuk 5	Onderzoeksopzet	- 49 -
5.1	Databank	- 49 -
5.2	Variabelen	- 49 -
5.2.1	Onafhankelijke variabelen	- 49 -
5.2.2	Afhankelijke variabele	- 51 -
5.2.3	Controlevariabelen	- 52 -
5.3	Verwerking van de gegevens	- 56 -
5.3.1	Onwaarschijnlijke waarden	- 56 -
5.3.2	Onderzoek normale verdeling en bepaling uitschieters	- 57 -
5.3.3	Verdere werkwijze	- 58 -
Hoofdstuk 6	Empirische resultaten	- 59 -
6.1	Beschrijvende analyse	- 59 -
6.1.1	Beschrijvende analyse van de bedrijven	- 59 -
6.1.2	Beschrijvende analyse van de determinanten	- 61 -
6.1.3	Correlatiematrices	- 64 -
6.2	Regressie-analyse	- 70 -
6.2.1	Inleiding	- 70 -
6.2.2	Regressieresultaten	- 72 -
6.2.2.1	Deel 1 - Regressies zonder de variabele Familiebedrijf	- 72 -
6.2.2.2	Deel 2 - Regressies met de variabele Familiebedrijf als onafhankelijke variabele	- 74 -
6.2.2.3	Deel 3 - Regressies met de variabele Familiebedrijf als voorwaarde	- 76 -
6.2.3	Toetsing hypothesen	- 79 -
6.2.4	Bespreking resultaten	- 81 -

Hoofdstuk 7 Conclusies.....	- 85 -
Lijst van geraadpleegde werken.....	- 87 -
Bijlagen.....	- 95 -
Bijlage 1 De F-PEC vragenlijst	- 95 -
Bijlage 2 Alternatieve correlatiematrices (FB2)	- 98 -
Bijlage 3 Alternatieve tabellen multivariate analyse (FB2)	- 102 -

Lijst van figuren

Figuur 1: The Family Universe Bull's Eye (Shanker & Astrachan, 1996)	- 16 -
Figuur 2: De F-PEC schaal (Astrachan, Klein, & Smyrnios, 2002).....	- 17 -
Figuur 3: Het twee-cirkelmodel	- 18 -
Figuur 4: Het drie-cirkelmodel (Poza, 2007)	- 19 -
Figuur 5: Het driedimensionaal ontwikkelingsmodel (Gersick et al., 1997).....	- 23 -
Figuur 6: Raamwerk voor strategieformulering adhv een resource-based aanpak (Grant, 1991)	- 26 -
Figuur 7: De optimale schuldgraad volgens de agencytheorie (Jensen & Meckling, 1976).....	- 34 -
Figuur 8: Histogrammen van het balanstotaal en ln(balanstotaal)	- 58 -

Lijst van tabellen

Tabel 1: Aandeel familiebedrijven.....	- 28 -
Tabel 2: Bijdrage familiebedrijven tot het BBP	- 29 -
Tabel 3: Overzicht van de variabelen	- 54 -
Tabel 4: Frequentietabellen familiebedrijven en niet-familiebedrijven.....	- 59 -
Tabel 5: Verdeling bedrijven per sector.....	- 60 -
Tabel 6: Verdeling bedrijven per organisatievorm.....	- 61 -
Tabel 7: Centrummaten, standaardafwijkingen, minima en maxima	- 61 -
Tabel 8: Verspreiding van de eigendom	- 62 -
Tabel 9: Gemiddelde schuldgraad naargelang verspreiding eigendom	- 62 -
Tabel 10: Gemiddelde waarden.....	- 63 -
Tabel 11: Correlatiematrix (Pearson) voor familiebedrijven.....	- 66 -
Tabel 12: Correlatiematrix (Spearman) voor familiebedrijven	- 67 -
Tabel 13: Correlatiematrix (Pearson) voor niet-familiebedrijven	- 68 -
Tabel 14: Correlatiematrix (Spearman) voor niet-familiebedrijven.....	- 69 -
Tabel 15: Combinaties proxies	- 72 -
Tabel 16: Regressieresultaten van de schuldgraad (1)	- 73 -
Tabel 17: Regressieresultaten van de schuldgraad (2)	- 75 -
Tabel 18: Regressieresultaten van de schuldgraad (3a).....	- 77 -
Tabel 19: Regressieresultaten van de schuldgraad (3b)	- 78 -

Hoofdstuk 1 Probleemstelling

1.1 Praktijkprobleem

Overheen de hele wereld is het familiebedrijf een veel voorkomende vorm van ondernemen. Volgens een onderzoek van de International Family Enterprise Research Academy (IFERA) domineren familiebedrijven in veel landen de bedrijfswereld. Deze organisatie stelde onder meer vast dat in België familiebedrijven 70% van het totaal aantal bedrijven uitmaken. Samen zorgen zij voor 55% van ons Bruto Binnenlands Product en hebben ze een groot aandeel in de tewerkstelling. Veel bekende Belgische bedrijven zijn familiebedrijven. Denk maar aan InBev, het grootste Belgische familiebedrijf in 2008, Solvay, Colruyt, Schoenen Torfs en Lutosia (Desmet, 2008). In andere landen zijn familiebedrijven ook sterk vertegenwoordigd. De Verenigde Staten van Amerika zijn met 95% familiebedrijven de koplopers uit het lijstje. In Europa varieert dit aantal van 60% in Frankrijk en Duitsland tot 93% in Italië. Net zoals in België dragen deze ondernemingen eveneens veel bij aan het BBP en de tewerkstelling. Hieruit blijkt dat familiebedrijven een belangrijke bijdrage leveren aan de economie (Instituut voor het familiebedrijf, 2009).

Ondanks deze grote vertegenwoordiging van familiebedrijven in de wereldeconomie bestaat er geen eenduidigheid over wat van een bedrijf nu net een familiebedrijf maakt. Er zijn verschillende definities van een familiebedrijf in omloop, maar geen enkele definitie kent tot op heden een wijdverspreide acceptatie.

Deze masterproef zal zich toespitsen op de beslissingen inzake de kapitaalstructuur in familiebedrijven. Kapitaalstructuurbeslissingen verwijzen naar de keuze tussen de verschillende vormen eigen vermogen en vreemd vermogen of met andere woorden naar hoe de passiefzijde van de balans is opgebouwd. De kapitaalstructuur heeft een invloed op de marktwaarde of aandeelhouderswaarde van de onderneming. Deze waarde wordt hoog in het vaandel gedragen door bedrijven. Volgens sommige theorieën bestaat er voor iedere onderneming een optimale kapitaalstructuur, waarbij de desbetreffende waarde gemaximaliseerd wordt. Dit verklaart waarom de materie inzake de kapitaalstructuur van belang is voor zowel familiale als niet-familiale

bedrijven. Er zijn reeds vele empirische onderzoeken gedaan om de determinanten van de kapitaalstructuur te achterhalen. Wanneer deze determinanten gekend zijn, is het mogelijk de kapitaalstructuurbeslissingen te begrijpen en zelfs te voorspellen.

Zo blijkt dat familiebedrijven in veel gevallen een nogal conservatieve strategie volgen betreffende kapitaal. Zij hebben een uitgesproken voorkeur voor het gebruik van interne financieringsbronnen en een risico-averse instelling. Hierdoor wordt voorkomen dat de eigendom en controle over de onderneming gedeeld moet worden met buitenstaanders (Gallo, Tàpies, & Cappuyns, 2004; López-Gracia & Sánchez-Andujár, 2007; McConaughy & Phillips, 1999; Poutziouris, 2001). Familiebedrijven zijn zelfs bereid om eventuele groeimogelijkheden te laten schieten, moest dit ten koste gaan van de familiale eigendom (Mahérault, 2000).

Agency kosten, veroorzaakt door agency conflicten, kunnen in familiebedrijven verminderd worden omwille van de interactie tussen familie en bedrijf, inclusief de overeenstemmende belangen van eigenaars en managers (Fama & Jensen, 1983; López-Gracia & Sánchez-Andujár, 2007; Poza, Hanlon, & Kishida, 2004). Deze interactie zorgt er immers voor dat er minder nood is aan supervisie en governance mechanismen (Poza et al., 2004). Doch beweren andere auteurs dat deze zogenaamde 'voordelen' in verband met agency kosten niet opgaan voor familiebedrijven en dat agency kosten hier wel significant zijn (Gómez-Mejía, Núñez-Nickel, & Gutierrez, 2001; Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001).

1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvraag

In dit onderzoek wordt nagegaan hoe beslissingen over de kapitaalstructuur genomen worden in familiebedrijven, met andere woorden welke factoren deze beslissingen beïnvloeden. Daarom luidt de centrale onderzoeksvraag van deze masterproef als volgt: **“Wat zijn de determinanten van de kapitaalstructuur in familiebedrijven?”**

Om een antwoord te kunnen formuleren op deze centrale onderzoeksvraag zal eerst een antwoord gezocht worden op de volgende deelvraag: **“Welke determinanten oefenen een invloed uit op de kapitaalstructuur van een onderneming en bestaan hier verschillen in tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven?”**

1.3 Onderzoeksopzet

Om een antwoord te kunnen formuleren op de centrale onderzoeksvraag en de deelvraag zullen verschillende stappen ondernomen worden in deze masterproef.

Allereerst komt een uitgebreide literatuurstudie aan bod. Hiervoor werd gebruik gemaakt van internationale primaire en secundaire bronnen zoals wetenschappelijke papers, wetenschappelijke artikels en boeken. Voor het bekomen van deze literatuur werden tertiaire bronnen gebruikt, zoals elektronische zoekmachines (EBSCOhost, AtoZ, GoogleScholar), catalogi van bibliotheken en literatuurlijsten. Op basis van deze literatuurstudie werden hypothesen opgesteld.

De tweede stap houdt een empirisch onderzoek in met als doel het testen van de hypothesen en het ontdekken van determinanten van de kapitaalstructuur die specifiek van toepassing zijn op familiebedrijven. De nodige gegevens voor dit onderzoek komen uit de NSSBF databank en werden geanalyseerd aan de hand van een regressie-analyse. Tot slot worden de vooropgestelde hypothesen getoetst aan de hand van deze analyse.

Hoofdstuk 2 Het familiebedrijf

2.1 Definiëring

In de literatuur zijn talrijke artikels aanwezig die het thema familiebedrijven behandelen. Een deel van deze artikels gaat op zoek naar een definitie voor een familiebedrijf. Doorgaans zijn onderzoekers het er over eens dat familiebetrokkenheid de bepalende factor is in het definiëren van een familiebedrijf. Doch stellen Chua, Chrisman & Sharma (1999) vast dat dit begrip op verschillende manieren ingevuld wordt door onderzoekers. De meesten interpreteren dit begrip als eigendom en management (Handler, 1989). Churchill en Hatten (1987) vinden echter de aanwezigheid van een opvolger uit dezelfde familie ook een noodzakelijke factor. De verschillende componenten van familiebetrokkenheid die voorkomen in definities zijn management, eigendom, governance (bestuur) en opvolging. Chua et al. observeerden 21 bestaande definities van familiebedrijven en zagen dat deze telkens één van de volgende drie combinaties gebruiken van eigendom en management:

- familiale eigendom en familiaal management;
- familiale eigendom en geen familiaal management;
- familiaal management en geen familiale eigendom.

Alle onderzochte definities beschouwen de eerste combinatie als een familiebedrijf. Over de twee resterende combinaties bestaat echter onenigheid. Er zijn eveneens verschillende invullingen van het begrip familiale eigendom mogelijk. Chua et al. stelden een lijstje op met de mogelijke eigenaars:

- één individu;
- twee personen, niet verwant door bloed of huwelijk;
- twee personen, verwant door bloed of huwelijk;
- één kerngezin;
- meer dan één kerngezin;
- één uitgebreide familie;
- meer dan één uitgebreide familie;
- het publiek.

De auteurs stellen vast dat er eensgezindheid bestaat over het feit dat men kan spreken van familiale eigendom wanneer de onderneming in handen is van één kerngezin. Over de andere eigenaars bestaat er ook hier onenigheid (Chua et al., 1999).

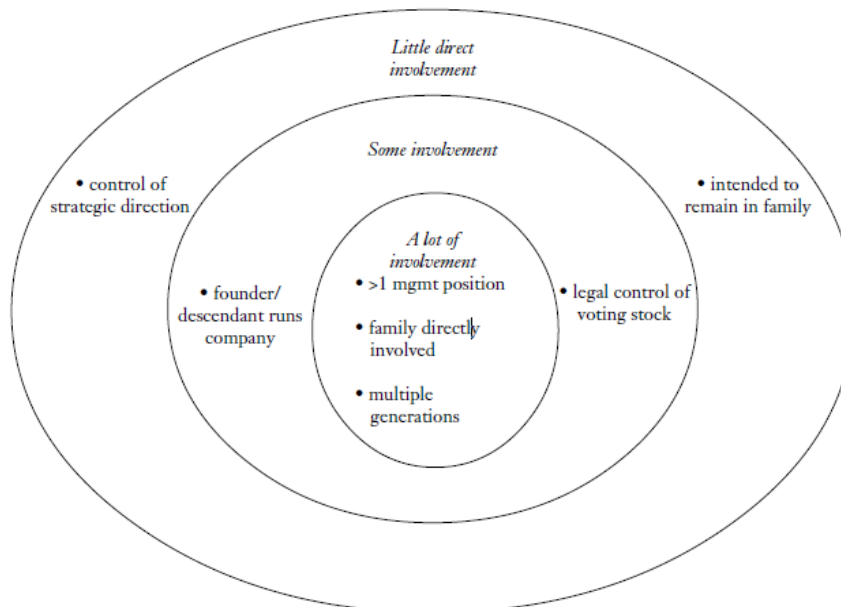
Chua et al. ontwikkelden zelf een definitie van een familiebedrijf, gebaseerd op gedrag. Deze luidt als volgt: "The family business is a business governed and/or managed with the intention to shape and pursue the vision of the business held by a dominant coalition controlled by members of the same family or a small number of families in a manner that is potentially sustainable across generations of the family or families" (p. 25). Naar hun mening moet de familie dus niet noodzakelijk de controlerende eigenaar zijn om van het bedrijf een familiebedrijf te maken. Zij stellen dat het gedrag bepalend is, omdat dit voor een familiebedrijf verschillend is van dat van een niet-familiebedrijf.

Volgens Handler (1989) kan een bedrijf een familiebedrijf genoemd worden wanneer bestuursbeslissingen en plannen voor leiderschapsopvolging beïnvloed worden door familieleden die deel uitmaken van het management of de Raad van Bestuur. Donckels en Fröhlich (1991) stellen daarentegen dat je kan spreken over een familiebedrijf wanneer familieleden van één enkele familie tenminste 60% van het aandelenkapitaal bezitten. Daarnaast maken andere auteurs gebruik van definities met meerdere criteria. Zo stelden Van den Berghe en Carchon (2002) bijvoorbeeld een lijstje op van drie criteria waarvan er minstens één vervuld moet zijn om van een familiebedrijf te kunnen spreken. Deze drie criteria zijn de volgende:

- één persoon bezit meer dan 50% van de aandelen;
- één familie bezit meer dan 50% van de aandelen;
- één familie kan een sterke invloed uitoefenen op het beleid van het bedrijf of het management bestaat (deels) uit één familie.

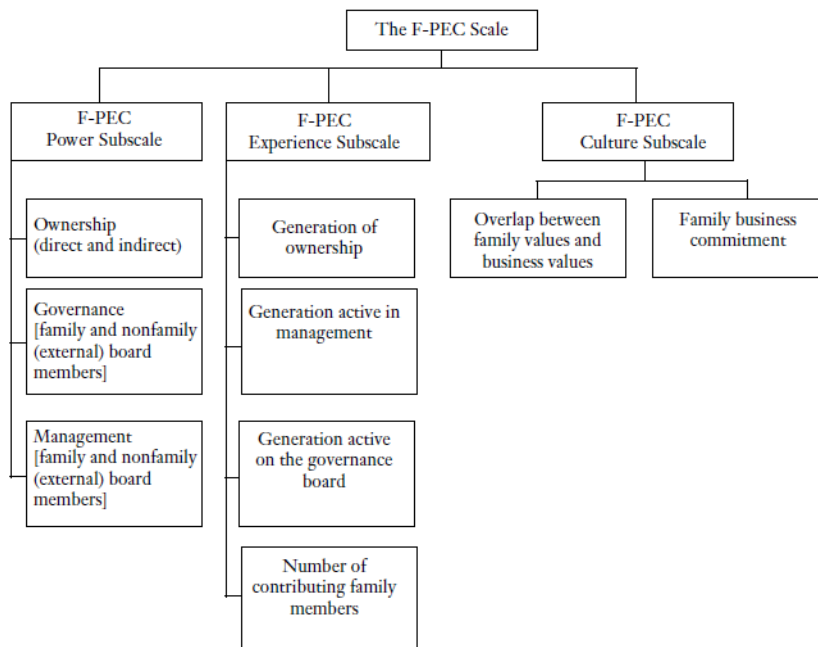
In tegenstelling tot de statische, afgebakende definities die hierboven beschreven werden, verdelen Shanker en Astrachan (1996) de criteria die het meest gehanteerd worden om een familiebedrijf te definiëren in verschillende groepen. Hiermee ontwikkelden zij een scala van drie niveaus van familiebetrokkenheid (zie figuur 1).

Er bestaan brede definities met weinig directe betrokkenheid, middelmatige definities met een matige betrokkenheid en enge definities met veel betrokkenheid. Om volgens de brede definitie als familiebedrijf gekwalificeerd te worden, moet de familie in bepaalde mate controle hebben over de strategische richting van het bedrijf en moet er de intentie zijn het bedrijf binnen de familie te houden. De middelmatige definitie bevat de vereisten uit de breedste definitie en daarbovenop moet de oprichter of zijn nakomeling het bedrijf leiden. Tot slot hebben we de enge definitie die eist dat verschillende generaties betrokken zijn in het bedrijf, dat familieleden op een directe manier betrokken zijn bij de dagdagelijkse activiteiten en dat meerdere familieleden een belangrijke managementverantwoordelijkheid hebben. Shanker en Astrachan plaatsen deze drie groepen in hun zogenaamde Family Universe Bull's Eye.



Figuur 1: The Family Universe Bull's Eye (Shanker & Astrachan, 1996)

In 2002 kwamen Astrachan, Klein en Smyrnios met een nog meer dynamische definitie op de proppen. Zij ontwikkelden de F-PEC schaal als index van familiebetrokkenheid bestaande uit drie subschalen waarmee volgens hen rekening gehouden moet worden bij het definiëren van familiebedrijven: macht, ervaring en cultuur (zie figuur 2). Deze subschalen worden onderverdeeld in dimensies. De eerste subschaal, macht, stelt de hoeveelheid invloed van de familie vast, ongeacht of deze invloed in handen is van familieleden zelf of van door hen benoemde personen. Deze invloed wordt gemeten aan de hand van de mate van eigendom, het aandeel familieleden in het governancebestuur en het aandeel familieleden in het management. De ervaringssubschaal behandelt het familiebedrijf op vlak van opvolging en het aantal familieleden die iets bijdragen aan het bedrijf. Deze subschaal bestaat uit volgende dimensies: de generatie van eigendom, de generatie van actieve familieleden in het management, de generatie van actieve familieleden in de raad van bestuur en het aantal familieleden dat zich toewijdt aan het bedrijf. De laatste subschaal, cultuur, wordt bepaald door de mate waarin familie- en bedrijfswaarden elkaar overlappen en de toewijding van de familie. De hierboven vernoemde subschalen en bijhorende dimensies worden gemeten aan de hand van een vragenlijst (zie bijlage 1).



Figuur 2: De F-PEC schaal (Astrachan, Klein, & Smyrnios, 2002)

2.2 Modellen en theorieën

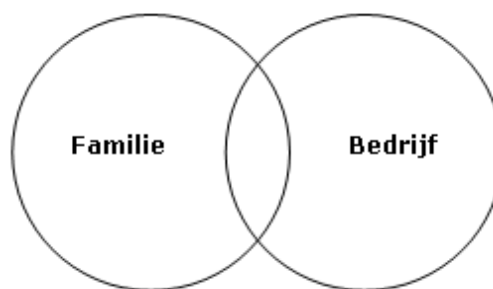
Familiebedrijven kunnen aan de hand van verschillende modellen en theorieën bestudeerd worden. In deze paragraaf zullen de belangrijkste hiervan toegelicht worden.

2.2.1 Systeemtheorie

De allereerste theoretische benadering die gebruikt werd om familiebedrijven te bestuderen is de systeemtheorie (Poza, 2007). In de volgende alinea's zullen de modellen van deze theorie behandeld worden.

2.2.1.1 Twee-cirkelmodel

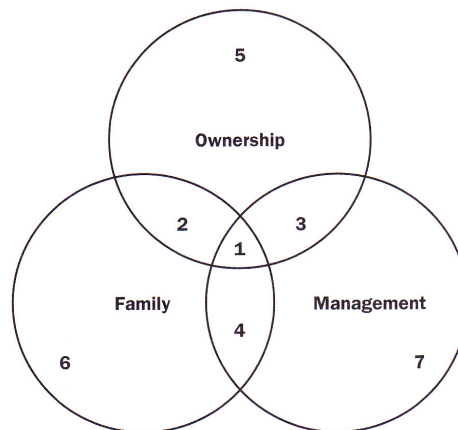
Aanvankelijk werden familiebedrijven bestudeerd aan de hand van het twee-cirkelmodel (zie figuur 3). Volgens dit model bestaat een familiebedrijf uit twee overlappende subsystemen: de familie en het bedrijf. Elk subsysteem heeft zijn eigen normen, regels, waarden en organisatiestructuren. Hierdoor ontstaan problemen in de overlappingszone, omdat individuen moeten voldoen aan de 'verplichtingen' van beide cirkels. De uitdaging voor familiebedrijven bestaat erin om een strategie te vinden die aan de verplichtingen van beide subsystemen voldoet (Gersick, Davis, Hampton, & Lansberg, 1997).



Figuur 3: Het twee-cirkelmodel

2.2.1.2 Drie-cirkelmodel

Tagiuri en Davis (1982) argumenteren dat het onderscheid tussen deze twee subsystemen niet voldoende is en dat er binnen het subsysteem 'bedrijf' een bijkomend onderscheid gemaakt moet worden tussen de eigendom en het management. Sommige personen bezitten aandelen in de onderneming en zijn dus eigenaars, maar bekleden geen managementfunctie. Anderen zijn wel managers, maar bezitten geen aandelen. Dit resulteerde in het drie-cirkelmodel, een model met drie overlappende subsystemen: de familie, het bedrijf en de eigendom (zie figuur 4).



Figuur 4: Het drie-cirkelmodel (Poza, 2007)

Door deze overlappings ontstaan er zeven verschillende zones. Elke persoon in een familiebedrijf kan geplaatst worden in één van deze zones. In zone 1 overlappen de drie subsystemen elkaar. Hierin horen familieleden thuis die aandelen bezitten van het bedrijf en ook actief zijn binnen dat bedrijf. Een familielid dat aandelen bezit in het bedrijf behoort tot zone 2. In de derde zone zal een persoon zitten die aandelen bezit, werknemer is en geen familiale band heeft met het bedrijf. Tot zone 4 behoren familieleden die tewerkgesteld zijn in het bedrijf, maar geen aandelen bezitten. Personen die in het bezit zijn van aandelen van het familiebedrijf, maar geen familieleden of werknemers zijn, plaatsen we in zone 5. De familieleden in zone 6 zijn niet actief in het bedrijf en bezitten ook geen aandelen van het bedrijf. Tot slot is er zone 7 die personen bevat die enkel werknemers van dat bedrijf zijn (Gersick et al., 1997).

Volgens Gersick et al. (1997) is dit drie-cirkelmodel een handig hulpmiddel om inzicht te krijgen in de oorzaken van intermenselijke conflicten, roldilemma's, prioriteiten en grenzen in familiebedrijven.

Poza (2007) haalt aan dat elke zone een bepaalde visie met zich meebrengt. Iemand die thuishoort in zone 1 zal een heel andere kijk hebben op het familiebedrijf dan iemand in zone 6. Het is denkbaar dat op die manier één van de subsystemen zal domineren, wat kan leiden tot een botsing tussen de verschillende subsystemen. Dit brengt allerlei gevolgen met zich mee. Deze gevolgen zijn afhankelijk van het subsysteem dat domineert. Ten eerste kan de familie overheersen. In zulke bedrijven krijgt de familie voorrang op het bedrijf en is tewerkstelling binnen het familiebedrijf enkel weggelegd voor familieleden. De bestaansreden van het bedrijf is vooral gebaseerd op de doeleindes van de familie, waardoor er vaak veel extraatjes vanuit het bedrijf naar de familieleden vloeien. Een ander kenmerk van deze bedrijven is dat zij slechts verder blijven bestaan indien de latere generaties de fakkel willen overnemen. Ten tweede zijn er ondernemingen waarin het bedrijf domineert. In deze ondernemingen is men geen voorstander van familiale werknemers. Indien deze er toch zijn, worden zij op dezelfde manier behandeld als de niet-familiale werknemers. Bovendien komt het bedrijf op de eerste plaats, met als gevolg dat gezinsactiviteiten soms moeten onderdoen voor het bedrijf. Tot slot kunnen de eigenaars domineren. In deze bedrijven komen de aandeelhouders op de eerste plaats. Familiale aandeelhouders die niet betrokken zijn bij het reilen en zeilen van het bedrijf en enkel gefocust zijn op korte termijn resultaten kunnen de goede werking van het bedrijf in gevaar brengen (Poza, 2007).

2.2.1.3 Driedimensionaal ontwikkelingsmodel

Gersick et al. (1997) leggen de nadruk op de levenscyclus van een bedrijf en ontwikkelden een driedimensionaal ontwikkelingsmodel voor familiebedrijven dat gebaseerd is op de drie subsystemen van het drie-cirkelmodel. Deze drie subsystemen worden elk op een as geplaatst, waardoor er een driedimensionaal veld ontstaat (zie figuur 5). Elk bedrijf kan in dit veld geplaatst worden aan de hand van de punten op de eigendoms-, familie- en bedrijfsas. In de volgende alinea's zal voor elke as de indeling besproken worden.

Aan de hand van de **eigendomsas** kunnen familiebedrijven in verschillende fases van verspreiding van eigendom ingedeeld worden. De aandelen worden meestal aan de kinderen doorgegeven wanneer de ouders op pensioen gaan of overlijden. Op die manier geraakt de eigendom van het familiebedrijf op een stapsgewijze manier verspreid. Er zijn drie fasen van verspreiding: Controlling Owner (controleerende eigenaar/stichter), Sibling Partnership (brussen-team) en Cousin Consortium (nevichten-netwerk) (Gersick et al., 1997; Lievens, 2004). Hieronder worden deze fasen kort toegelicht.

In de eerste fase zijn de meeste aandelen in handen van één persoon, namelijk de controleerende eigenaar (Gersick et al., 1997). Meestal is dit de stichter van het bedrijf (Lievens, 2004). De voornaamste bronnen van kapitaal zijn het spaargeld van de eigenaar en investeringen van familie en vrienden. In tegenstelling tot externe aandeelhouders zullen banken zich niet snel inmengen met de gang van zaken in het bedrijf. Daarom zijn banken de meest gebruikte financieringsbron wanneer men beroep wil doen op niet-familiaal kapitaal (Gersick et al., 1997). De controleerende eigenaar zal sterk de neiging hebben om investeringen met schulden te financieren (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

In de tweede fase wordt de eigendom over de onderneming gedeeld door broers en zussen. De controle is dus in handen van eenzelfde generatie. De hoofdaandeelhouder is noch de oprichter, noch het hoofd van de familie. Dit leidt tot een gebrek aan autoriteit en invloed, waardoor deze aandeelhouder moeite kan ondervinden om zijn ideeën te verkopen aan de andere bestuurders. De toegenomen

verspreiding van de eigendom heeft een negatief effect op de gelijkschakeling van de belangen en zorgt voor een verliesaversie (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

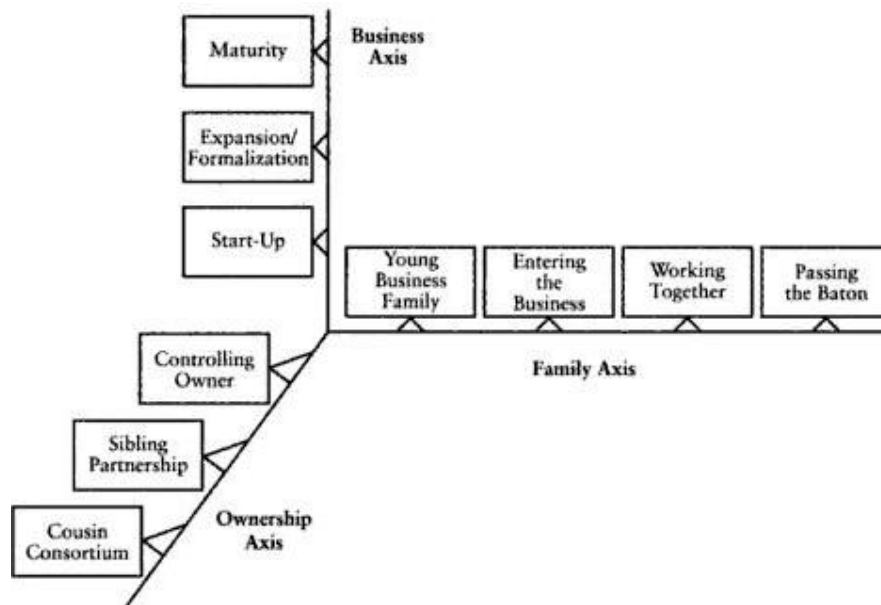
Hoewel de eigendom in de laatste fase sterk verspreid is over de derde generatie of latere generaties, is er een toename in de gelijkschakeling van de belangen van de bestuurders. Een positief gevolg hiervan is een daling van de agency kosten. Daarnaast zijn de aandeelhouders meer bereid om schulden aan te gaan, omdat zij een meer gediversifieerde portefeuille hebben dan de oprichters en de vorige generaties (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

De tweede dimensie, weergegeven op de **familie-as**, beschrijft de ontwikkeling van de familie doorheen de tijd. Families kunnen op basis van de leeftijd van de familieleden die actief zijn in het familiebedrijf ingedeeld worden in vier fasen: Young Business Family (jonge ondernemersfamilie), Entering the Business (intrede in het bedrijf), Working together (samenwerken) en Passing the Baton (het stokje doorgeven) (Gersick et al., 1997). Hieronder volgt een toelichting bij elk van deze fasen.

De eerste fase, 'jonge ondernemersfamilie', wordt gekenmerkt door intense activiteiten, zoals een huwelijk waardoor de rol van de eigenaarmanager ondersteund kan worden en de beslissing om kinderen te krijgen of niet. Wanneer we tien à vijftien jaar verder zijn, belandt het familiebedrijf in de volgende fase, namelijk 'intrede in het bedrijf'. In deze fase begint de jongere generatie volwassen te worden en is men begaan met het toetreden van deze generatie tot het familiebedrijf. De ouders worden geconfronteerd met midlife-kwesties, zoals het 'loslaten' van de kinderen en van de directe controle over het bedrijf. In de samenwerkingsfase is de ouderlijke generatie stilaan rond de 50 jaar en de jongere generatie heeft intussen een leeftijd van 20 à 30 jaar bereikt. Onderlinge relaties worden complexer, er zijn nu immers schoonfamilies, neven, nichten en kinderen. Inzake het familiebedrijf rijzen er twee belangrijke vragen: "Is het familiebedrijf winstgevend genoeg om te kunnen blijven voldoen aan de wensen van de familie in verband met inkomen en levensstijl?" en "Kan de grootte van het familiebedrijf carrièremogelijkheden bieden aan de jongere familieleden?". Samenwerken is in dit stadium de ultieme doelstelling, maar dit vergt veel inspanningen. Tot slot komen we aan in de fase waar het stokje wordt doorgegeven aan andere familieleden. Er moet bijvoorbeeld beslist worden of

de leiding over het familiebedrijf doorgegeven wordt aan de jongere generaties. Dit brengt vele veranderingen met zich mee en het is belangrijk dat de familie zich goed voorbereidt en de vele obstakels overwint om een succesvolle overgang te garanderen (Gersick et al., 1997).

Door middel van de derde en laatste as, de **bedrijfsas**, wordt de ontwikkelingsfase van het familiebedrijf weergegeven. Ook hier zijn er verschillende fasen, namelijk Start-Up (de opstart), Expansion/Formalization (uitbreiding/formalisering) en Maturity (maturiteit). Het ligt voor de hand wat er bij de opstart van de onderneming gebeurt: het bedrijf wordt opgericht. In deze beginperiode is het overleven van het bedrijf onzeker. In de tweede fase vinden we bedrijven terug die een plaats op de markt veroverd hebben en proberen te groeien. De laatste fase is de maturiteitsfase. Op dit punt is er routine aanwezig in het bedrijf en zijn er geen plannen meer om verder te groeien (Gersick et al., 1997).



Figuur 5: Het driedimensionaal ontwikkelingsmodel (Gersick et al., 1997)

2.2.2 Agency theorie

Naast de systeemtheorie (zie paragraaf 2.2.1) wordt ook de agency theorie aangehaald in het perspectief van familiebedrijven. De agency theorie handelt over agency relaties waarin een principaal een deel van zijn werk delegeert aan een agent via een contract. De agent wordt hierbij blootgesteld aan risico's waarvoor hij niet volledig gecompenseerd wordt. Dit geeft hem de prikkel om aan free-riding en shirking te doen (Jensen & Meckling, 1976). Als we het agency concept toepassen op een onderneming waar eigendom en controle van elkaar gescheiden zijn, is de principaal de kapitaalverschaffer die aan de agent, de manager, de opdracht geeft de onderneming te leiden (de Bos & Slagter, 2007). In een dergelijke onderneming zijn er drie soorten belanghebbenden: de aandeelhouders, de schuldeisers en de managers. Elk van deze wil zijn eigen doel nastreven. Voor aandeelhouders is dit het maximaliseren van dividenden en kapitaalmeerwaarden. Voor schuldeisers zijn interesten en aflossingen van belang. Tot slot zullen managers zo groot mogelijke beloningen willen krijgen. Dit heeft tot gevolg dat de principaal-agentrelatie verstoord wordt en er conflicten ontstaan tussen deze drie groepen. Deze conflicten, agency conflicten genoemd, belemmeren een goede werking van de onderneming. Daarom probeert men deze conflicten te beperken door middel van contracten die de belangen van de verschillende partijen op één lijn brengen. Hier vormt zich een nieuw probleem, namelijk dat deze contracten niet kosteloos opgesteld en afgedwongen kunnen worden (Fama & Jensen, 1983).

De agency theorie voorspelt dat agency conflicten en de hiermee verbonden kosten zullen toenemen naarmate de eigendom meer verspreid geraakt. In private ondernemingen, waaronder familiebedrijven, is het eigendom echter geconcentreerd. Dit zet verschillende auteurs er toe aan te beweren dat hier minder agency conflicten voorkomen, waardoor ook de bijhorende agency kosten lager zullen zijn. Een andere stroom van onderzoekers is het niet eens met deze stelling en argumenteert dat de agency kosten juist hoger zijn in familiebedrijven.

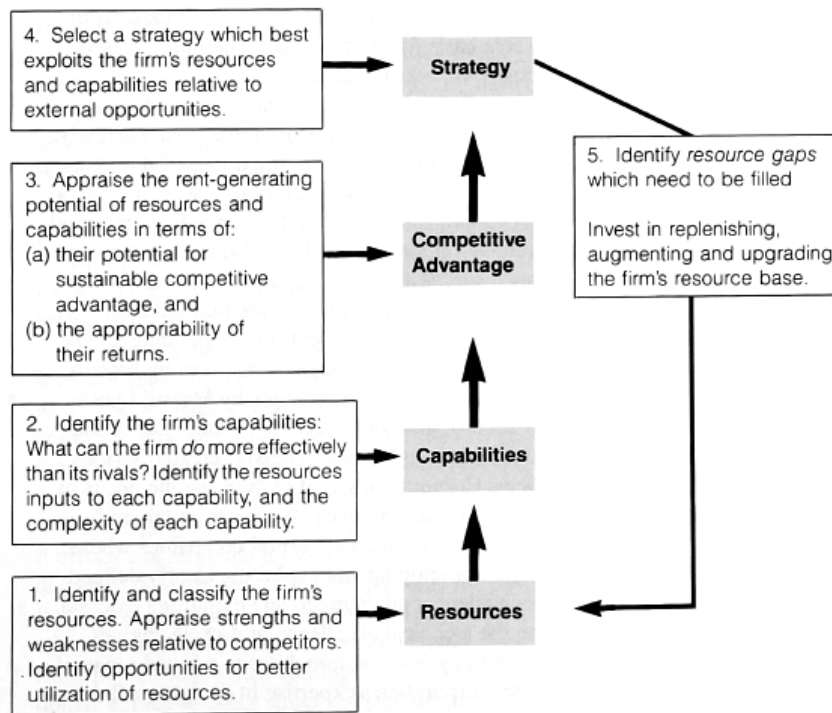
De agencytheorie zal uitgebreider behandeld worden in paragraaf 3.4. Hier wordt ook dieper ingegaan op de onenigheid die er heerst in de literatuur over de agency kosten in familiebedrijven.

2.2.3 Resource-based view

De resource-based view is een efficiëntietheorie die zijn oorsprong vindt in het gebied van het strategisch management. Deze theorie werd ontwikkeld om een verklaring te vinden voor verschillen in prestaties tussen bedrijven en te achterhalen welke elementen voor een competitief voordeel zorgen (Barney & Clark, 2007).

Barney (1991) haalt aan dat het begrijpen van de middelen van zo een competitief voordeel uitgegroeid is tot een belangrijk onderzoeksgebied van het strategisch management. Vermits middelen een breed begrip is, verduidelijkt hij in zijn artikel wat hieronder verstaan moet worden. Volgens hem behoren onder meer activa, vaardigheden, organisatieprocessen, informatie en kennis tot de middelen van een bedrijf. Barney deelt deze middelen op in drie groepen: physical capital, human capital en organizational capital resources. De eerste groep bevat onder meer gebouwen, uitrusting, locatie en toegang tot grondstoffen. De tweede groep bevat training, ervaring en intelligentie van de managers en werknemers. Ten slotte bevat de derde groep onder meer de rapporteringsstructuur, de formele en informele planning en de coördinatiesystemen van het bedrijf. Niet alle deze middelen kunnen voor een competitief voordeel zorgen dat duurzaam is. Om deze duurzaamheid te kunnen bereiken moeten de middelen aan vier vereisten voldoen. Ze moeten waardevol, schaars, moeilijk imiteerbaar en onvervangbaar zijn (Barney, 1991).

In de resource-based view wordt een bedrijf dus gezien als een verzameling van middelen. De middelen die voldoen aan de vier vereisten van Barney (1991) kunnen strategieën creëren die niet evenaarbaar zijn door concurrenten en voor een competitief voordeel kunnen zorgen (Chisholm & Nielsen, 2009). Een werkwijze om een dergelijke strategie te formuleren werd ontwikkeld door Grant (1991). Hij maakte een raamwerk (zie figuur 6) met vijf stappen: een analyse van de middelen, het evalueren van vaardigheden, een analyse van het potentieel van deze middelen en vaardigheden om winst te genereren, het selecteren van een strategie en het uitbreiden en verbeteren van de middelen en vaardigheden (Grant, 1991). Aan de hand van het doorlopen van deze stappen bekommen bedrijven een strategie die gebaseerd is op hun middelen.



Figuur 6: Raamwerk voor strategieformulering adhv een resource-based aanpak (Grant, 1991)

Dit model kan ook toegepast worden op familiebedrijven om een inzicht te krijgen in hun prestaties en competitieve voordelen. Dit werd onder meer gedaan door Habbershon en Williams (1999). Zij verklaren de bronnen van competitieve voordelen van familiebedrijven aan de hand van deze theorie en onderscheiden op die manier een groep van middelen, het familie-effect genaamd. Het familie-effect betreft de unieke middelen die kenmerkend zijn voor familiebedrijven en hun oorsprong vinden in de integratie van de familie en het bedrijfsleven.

Sirmon en Hitt (2003) bouwen verder op dit familie-effect en definiëren in hun onderzoek vijf unieke middelen die volgens hen een onderdeel vormen van het familie-effect: human capital, social capital, patient financial capital, survivability capital en de governance-structuur. Human capital bestaat uit de kennis, vaardigheden en capaciteiten van een persoon. In familiebedrijven is het human capital uniek, omdat de persoonlijke en professionele levens van familieleden sterk verwervend zijn met elkaar. De middelen gegroepeerd als social capital houden relaties in tussen individuen of tussen organisaties. Onder patient financial capital

verstaat men het financieel kapitaal dat voor lange duur geïnvesteerd is. Sirmon en Hitt beweren dat de financiën van familiebedrijven uniek zijn omwille van een aantal factoren. Familiebedrijven hebben beperkte mogelijkheden aangaande externe financieringsbronnen, omdat zij liever geen niet-familiale aandeelhouders hebben. Daarnaast hebben familiebedrijven een langere tijdshorizon en zich niet zozeer focussen op korte termijn resultaten in vergelijking met niet-familiebedrijven. Tot slot wordt het kapitaal in zulke bedrijven erg goed beheert, vermits men het bedrijf graag wil overdragen aan de volgende generatie. De vierde groep middelen, *survival capital*, bevat alle persoonlijk middelen die familieleden bereid zijn te lenen, geven of delen met hun bedrijf ten voordele van de goede werking van dat bedrijf. Deze persoonlijke middelen kunnen de vorm aannemen van gratis arbeid, bijkomende aandelenfinanciering of leningen. Familiebedrijven hebben dus meer mogelijkheden bij het vergaren van interne middelen. Tot slot wordt aangehaald dat de onderzochte bedrijven de beleidskosten lager kunnen houden, omdat de familiebedrijven waarde willen creëren en de familiebanden willen behouden. Deze lagere beleidskosten kunnen het management van de middelen van het bedrijf vergemakkelijken (Sirmon & Hitt, 2003).

Poza (2007) somt eveneens unieke middelen op die kenmerkend zijn voor familiebedrijven en voor een competitief voordeel kunnen zorgen. Hij verwijst onder andere naar de overlapping van de eigenaars- en managementfunctie, geconcentreerd eigendom, klantgerichtheid, de drang om de familienaam en -reputatie te beschermen en de interactie tussen familie, eigendom en management. De mogelijkheid van een familiebedrijf om deze unieke middelen in voordelen om te zetten, is afhankelijk van de kwaliteit van de interactie tussen het bedrijf en de familie (Poza, 2007).

2.3 Belang voor de economie

In 2003 deed de International Family Enterprise Research Academy (IFERA) een onderzoek naar familiebedrijven. Deze organisatie stelde vast dat familiebedrijven sterk vertegenwoordigd zijn in de bedrijfswereld. In België maken familiebedrijven 70% van het totaal aantal bedrijven uit (zie tabel 1). Samen zorgen zij voor 55% van ons BBP (zie tabel 2). In andere landen zijn familiebedrijven ook sterk vertegenwoordigd. De Verenigde Staten zijn met 95% familiebedrijven de koplopers. In Europa varieert dit percentage van 60% tot 93%. Deze ondernemingen dragen eveneens veel bij aan het BBP. Deze cijfers geven aan dat familiebedrijven een belangrijke bijdrage leveren aan de economie.

Bij het interpreteren van deze statistieken is het belangrijk om in het achterhoofd te houden dat de gehanteerde definitie van een familiebedrijf een impact kan hebben op deze percentages. Shanker en Astrachan (1996) stellen tevens vast dat veel van de originele bronnen van deze percentages niet achterhaald kunnen worden. Zij bestudeerden de literatuur inzake familiebedrijven om gequoteerde statistieken te ontdekken en hun originele bronnen op te sporen. Hieruit bleek dat de oorsprong van het merendeel van deze statistieken niet in het formele onderzoeksgebied ligt, maar gebruikmakend van een brede definitie van een familiebedrijf (zie figuur 1) toch aanvaardbare schattingen zijn.

Tabel 1: Aandeel familiebedrijven
(IFERA, 2003, resultaten op www.familiebedrijf.be)

Land	Familiebedrijven als % van totaal aantal ondernemingen
België	70%
Duitsland	60%
Nederland	74%
Portugal	70%
Frankrijk	60%
Groot-Brittannië	70%
Spanje	75%
Zweden	79%
Finland	80%
Griekenland	80%
Cyprus	80%
Italië	93%

Tabel 2: Bijdrage familiebedrijven tot het BBP
(IFERA, 2003, resultaten op www.familiebedrijf.be)

Land	Bijdrage familiebedrijven tot bruto nationaal product
België	55%
Duitsland	55%
Nederland	54%
Portugal	60%
Frankrijk	60%
Spanje	65%
Finland	40-45%

2.4 Besluit

In dit hoofdstuk werden enkele aspecten van ondernemingen met een familiaal karakter behandeld. Uit het literatuuronderzoek bleek dat er geen definitie van een familiebedrijf met een wijdverspreide acceptatie voor handen is. Daarom wordt er vaak gebruik gemaakt van modellen om familiebedrijven te definiëren, waarvan er in dit hoofdstuk enkele aan bod kwamen. Tot slot werd gewezen op het belang van familiebedrijven voor de economie.

Hoofdstuk 3 Kapitaalstructuurtheorieën

De kapitaalstructuur van een onderneming is de verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen van die onderneming. In de loop der jaren zijn er verschillende visies op de kapitaalstructuur ontwikkeld. Hieronder worden de belangrijkste kort toegelicht.

3.1 De traditionele visie

Allereerst is er de traditionele kijk op de kapitaalstructuur. Aanhangers van deze benadering zijn er van overtuigd dat er een optimale verhouding bestaat tussen eigen vermogen en vreemd vermogen die de marktwaarde van de onderneming maximaliseert. Deze marktwaarde is de som van de waarde van het eigen vermogen (de winst voor de aandeelhouders) en het vreemd vermogen (de interest die de schuldeisers ontvangen). Vanaf een bepaald punt zal een hoger schuldniveau niet meer gunstig zijn, omdat de gewogen gemiddelde kapitaalkost zal toenemen. Dit punt is dan de hoeveelheid vreemd vermogen die zorgt voor een optimale kapitaalstructuur (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2004).

3.2 De theorie van Modigliani & Miller

Modigliani en Miller waren het niet eens met deze traditionele benadering, zo bleek uit de publicatie van hun artikel "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" in 1958. Zij toonden aan dat in een wereld zonder belastingen de marktwaarde van een onderneming onafhankelijk is van de manier waarop het bedrijf gefinancierd is. Met andere woorden: er bestaat geen optimale kapitaalstructuur. Bij het formuleren van deze stelling deden zij wel een aantal assumpties.

In 1963 publiceerden Modigliani en Miller een correctie op hun hierboven vernoemd artikel. Zij corrigeerden hun assumptie dat het bedrijf in een wereld zonder belastingen opereert en bekijken een wereld waarin belastingen wel aanwezig zijn. Bedrijven die gebruik maken van schuldfinanciering genieten van een belastingvoordeel, zij kunnen immers hun interestlasten aftrekken van de belastbare winst. Dit leidt ertoe dat eigen vermogen niet langer het goedkoopste financieringsmiddel is. Hoe meer schulden de onderneming aangaat, hoe groter het belastingvoordeel en des te hoger de waarde van de onderneming is. Als gevolg bestaat er wel een optimale kapitaalstructuur, namelijk deze met 100% schuldfinanciering. Uiteraard is deze kapitaalstructuur in de praktijk niet mogelijk. Dit wordt onder meer bevestigd door onderstaande theorieën (Laveren et al., 2004).

3.3 De static tradeoff benadering

De static tradeoff theorie gaat er van uit dat elke onderneming een target schuldratio vooropstelt waar geleidelijk aan naar toe gestreefd wordt. Deze ratio is het resultaat van een afweging tussen de voor- en nadelen verbonden met schuldfinanciering (Myers, 1984) en wordt ook de optimale schuldratio genoemd, omdat de marktwaarde van de onderneming in dit punt maximaal is. De hieronder besproken factoren hebben een invloed op deze optimale schuldgraad (Laveren et al., 2004).

Een ondernemingen die schulden aangaat, kan genieten van een *belastingvoordeel* (namelijk de aftrekbaarheid van de interestlasten). Daarnaast werken schulden *disciplinerend*, omdat zij de free cashflow verminderen. Tegelijkertijd brengt schuldfinanciering ook een aantal nadelen met zich mee. Een eerste nadeel heeft te maken met het bestaan van *persoonlijke belastingen*, want deze kunnen het belastingvoordeel verminderen of zelfs elimineren. De persoonlijke belastingen bestaan uit de belasting op inkomsten van aandelen, aangerekend aan de aandeelhouders, en de belasting op inkomsten van leningen, aangerekend aan de schuldeisers (Laveren et al., 2004). Miller (1977) toont in zijn onderzoek aan dat het belastingvoordeel verbonden aan schuldfinanciering nul is wanneer de markt in evenwicht verkeert. Dit is toe te schrijven aan de persoonlijke belastingen die het belastingvoordeel volledig teniet doen. De marktwaarde van de onderneming is bijgevolg onafhankelijk van de manier waarop de onderneming gefinancierd is.

Volgens Miller bestaat er dus geen optimale kapitaalstructuur. Ten tweede zijn er de *niet-interest gebonden belastingvoordelen*, zoals deze ten gevolge van afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen (Laveren et al., 2004). De Angelo en Masulis (1980) toonden aan dat er een negatief verband bestaat tussen het schuldniveau dat bedrijven kiezen en de niet-interestgebonden belastingvoordelen waar zij van kunnen genieten. Hoe meer schulden de onderneming aangaat, hoe groter de kans dat de winst niet voldoende is om alle belastingaftrekken te kunnen realiseren. Met als gevolg dat het belastingvoordeel afkomstig van de aftrekbaarheid van interestlasten kleiner wordt. Als derde factor hebben we de *faillissementskosten* en de *kosten verbonden met financiële moeilijkheden*. Meer schulden verhogen het risico dat de onderneming in financiële moeilijkheden geraakt, waardoor de hiermee verbonden kosten zullen toenemen. Ten slotte spelen de *transactiekosten*, waaronder de emissiekosten voor nieuwe uitgaven van effecten, ook een rol. Deze kosten verschillen naargelang de gekozen financieringsvorm en het –bedrag (Laveren et al., 2004).

3.4 De agency theorie

3.4.1 Algemeen

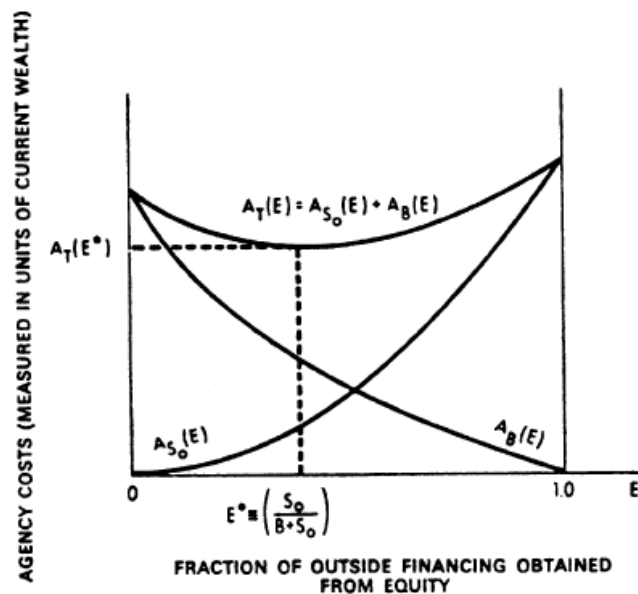
Vervolgens is er de agency theorie van Jensen en Meckling (1976). Deze theorie werd reeds kort ingeleid in paragraaf 2.2.2, waarbij een eerste agency probleem besproken werd, namelijk het bestaan van drie soorten belanghebbenden die elk hun eigen doelstellingen nastreven. In deze paragraaf wordt de agency theorie verder uitgediept. Naast het hierboven vermelde probleem bestaat er ook een informatieasymmetrie, doordat de agent betere informatie heeft over de onderneming dan de principaal. De principaal heeft tevens niet echt een inzicht in wat er zich binnen de ondernemingsmuren afspeelt. De agent kan bewust informatie achterhouden of acties ondernemen die de prestaties in het gevaar brengen. Deze informatieasymmetrie brengt twee problemen met zich mee: *averechtse selectie* en *moreel risico*. *Averechtse selectie* is het risico dat de principaal een agent aanstelt die minder gekwalificeerd is dan de principaal initieel verwachtte (Chrisman, Chua, & Litz, 2004). *Moreel risico* is de neiging van de agent om bijkomende monetaire en niet-monetaire vergoedingen te zoeken (Lubatkin, Schulze, Ling, & Dino, 2005).

Er bestaan verschillende oplossingen voor deze problemen, maar deze leiden tot agency kosten (de Bos & Slagter, 2007). Informatieasymmetrie komt veel minder voor wanneer eigenaars direct participeren in het management. In dat geval zijn de kosten om dit probleem op te lossen het laagst. We kunnen daarom besluiten dat bedrijven die gemanaged worden door de eigenaars er weinig nood aan hebben om zichzelf te beschermen tegen deze agency bedreiging (Jensen & Meckling, 1976).

Zoals hierboven blijkt, leiden agency conflicten tot kosten die de marktwaarde van de onderneming verminderen. Jensen en Meckling (1976) behandelen in hun studie de verschillende soorten agency kosten. Een eerste soort zijn de agency kosten verbonden aan het extern eigen vermogen. Het extern eigen vermogen betreft de aandelen die in het bezit zijn van andere personen dan de ondernemer. Jensen en Meckling vergelijken het gedrag van een manager die alle aandelen in zijn bezit heeft met het gedrag van een manager die een deel van zijn aandelen verkocht heeft. Een manager die 100% van de aandelen bezit, zal beslissingen nemen die zijn eigen nut maximaliseren. Aangezien hij zelf alle gevolgen van zijn acties draagt, zal hij niet geneigd zijn tot buitensporige consumptie. Zijn eigen nut stemt dus overeen met wat het beste is voor de onderneming. Een manager die niet alle aandelen in zijn bezit heeft, draagt niet alle kosten van het maximaliseren van zijn eigen nut en zal daarom wel meer de neiging hebben om aan overmatige consumptie te doen. De overige aandeelhouders kunnen deze acties beperken door middel van monitoring. Monitoring is niet kosteloos en er ontstaan dus agency kosten doordat de belangen van de manager afwijken van deze van de overige aandeelhouders. Deze aandeelhouders zijn op de hoogte van dit feit en zullen een lagere prijs willen betalen voor de aandelen, meer bepaald een prijs die deze monitoringkosten reflecteert. Hierdoor ontstaat een welvaartsverlies, dat de agency kost verbonden aan extern eigen vermogen genoemd wordt. De manager gaat akkoord met de monitoringactiviteiten, want deze zorgen voor een toename van de ondernemingswaarde en dus van de welvaart van de manager. Deze toename is echter kleiner dan de oorspronkelijke stijging omwille van de verloren consumptiemogelijkheden. Naast monitoring kan de manager ook zelf zijn consumptie beperken aan de hand van bepaalde uitgaven, bondingkosten genoemd. De manager zal deze kosten maken zolang de toename in welvaart die hieruit voortvloeit groter is dan de opgegeven consumptie. We besluiten dat het loont om aan bonding te doen en monitoring toe te staan, zolang de hiermee verbonden marginale voordelen groter zijn dan de marginale kosten.

Ten tweede zijn er tevens agency kosten verbonden aan schuldfinanciering. Na het aangaan van een lening ervaart de eigenaarmanager een incentive om te investeren in projecten met een hoge payoff, maar met een lage kans op slagen. Als het project slaagt, geniet hij immers van de winsten en wanneer het project faalt dragen de schuldeisers het grootste deel van de kosten. De schuldeisers zullen zich uiteraard hiertegen willen beschermen. Hierdoor ontstaan er monitoring- en bondingkosten (Jensen & Meckling, 1976). Naast deze twee agency kosten halen zij ook nog faillissementskosten en reorganisatiekosten aan.

Volgens Jensen en Meckling (1976) wordt de marktwaarde van een onderneming gemaximaliseerd wanneer de hierboven beschreven agency kosten geminimaliseerd worden. Bij dit minimum vinden we dan ook de optimale schuldgraad terug (zie figuur 7) (Laveren et al., 2004). De curve $A_{S_0}(E)$ stelt de agency kosten verbonden met extern eigen vermogen voor en $A_B(E)$ de agency kosten verbonden met schulden. De totale agencykosten, de som van $A_{S_0}(E)$ en $A_B(E)$, wordt weergegeven door $A_T(E)$. Deze worden geminimaliseerd bij de schuldgraad E^* , de optimale schuldgraad (Jensen & Meckling, 1976).



Figuur 7: De optimale schuldgraad volgens de agencytheorie (Jensen & Meckling, 1976)

3.4.2 Altruïsme: voor- en nadelen

Altruïsme kan gezien worden als een nutsfunctie waarin het nut van een individu beïnvloed wordt door zowel zijn persoonlijk nut als dat van anderen. Individuen die hun eigen welzijn willen maximaliseren, hebben er baat bij het welzijn van anderen te verbeteren, omdat het eigen welzijn op een positieve manier beïnvloed wordt door het welzijn van de anderen (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2002; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003). Het altruïsme kan een verklaring bieden voor bepaalde agencygerelateerde problemen en handelingen in familiebedrijven. In de volgende alinea's zullen de voor- en nadelen van dit begrip behandeld worden.

Wanneer we altruïsme in het perspectief van een familiebedrijf bekijken, zorgt het ervoor dat ouders zullen zorgen voor hun kinderen, dat familieleden aangemoedigd worden om rekening te houden met elkaar en dat lid zijn van een familie iets waardevols is. Daarenboven stimuleert het de familiebanden, waardoor de belangen op één lijn gebracht worden en de informatieasymmetrie verminderd wordt (Lubatkin, Schulze, Ling, & Dino, 2005). Altruïsme kan ook het eigenbelang in toom houden, zorgen voor een lange termijn perspectief en loyaliteit en verbondenheid bevorderen (Schulze et al., 2003).

Naast tal van voordelen, brengt altruïsme ook nadelen met zich mee. Naar de mening van Lubatkin et al. (2005) leidt altruïsme tot problemen van zelfcontrole. Men spreekt van zulke problemen wanneer mensen de neiging hebben om acties te ondernemen die henzelf en personen rondom hen kunnen schaden (Jensen, 1988). Deze problemen leiden op hun beurt tot moreel risico, hold-up (eigenaarmanagers gebruiken hun macht om veranderingen door te voeren die niet in het beste belang zijn van de agenten) en averechtse selectie (Lubatkin, Schulze, Ling, & Dino, 2005). Het kan tevens zorgen voor de entrenchment van ineffectieve of roofzuchtige managers (Chrisman, Chua, & Litz, 2004). Dit komt voor wanneer managers over zo veel macht beschikken dat zij de middelen van het bedrijf kunnen gebruiken om hun eigen belangen te behartigen ten koste van de eigenaars. Het moreel risico treedt op omdat ouders hun kinderen willen verwennen en zo ongewild de kinderen aanzetten tot free-riding en shirken. Daarnaast kan het moreel risico ook ontstaan doordat familiale en niet-familiale werknemers op een andere manier behandeld worden.

Niet-familiale werknemers kunnen zich daarom benadeeld voelen en zullen niet meer in het belang van de onderneming handelen (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2002).

Bij familiale werknemers moet men eveneens uitkijken, omdat zij slechts een proportioneel deel van het risico van hun beslissingen dragen en tegelijkertijd toch kunnen genieten van een onevenredig deel van de voordelen van die beslissingen. Familiale werknemers vinden bovendien dat zij recht hebben op een aandeel in het bedrijf in de vorm van een toekomstige erfenis. Dit brengt enkele gevolgen met zich mee op het agencyvlak. Zo kan het bij de familieleden die tewerkgesteld zijn in het familiebedrijf en bij hun erfgenamen een afkeer van verliezen veroorzaken. Verliezen betekenen immers dat de erfenis waar zij later recht op hebben kleiner wordt. Daarnaast kunnen familieleden verwikkelt geraken in een afhankelijke relatie met het familiebedrijf, omdat zij de kosten van het verlaten van het bedrijf hoger inschatten dan de potentiële waarde van andere alternatieven. In familiebedrijven geeft verspreid eigendom aan familiale werknemers de prikkel om te free-riden. Omwille van het altruïsme zal de eigenaar dit free-ridersgedrag toch aanvaarden (Schulze et al., 2003).

Averechtse selectie wordt veroorzaakt door een drietal kenmerken van familiebedrijven. Ten eerste is het algemeen geweten dat familieleden de controle over het bedrijf willen behouden, waardoor er geen stock options uitgekeerd worden aan werknemers. Dit heeft als gevolg dat het bedrijf een beperktere keuze heeft op de arbeidsmarkt in vergelijking met publieke bedrijven. Familiebedrijven zullen dus minder gekwalificeerde werknemers aantrekken. Ten tweede kijken familiebedrijven meer naar de familiale status dan naar de vaardigheden en geven zij niet-familiale werknemers minder graag promotie. Tot slot verdienen familiale werknemers meestal hetzelfde loon, ongeacht hun prestaties, terwijl niet-familiale werknemers een extra vergoeding krijgen bij goede prestaties. Dit werkt het free-ridersgedrag en verspilling in de hand (Lubatkin et al., 2005).

We hebben hierboven de positieve en negatieve kanten van het altruïsme besproken. Het is afhankelijk van de zelfbeheersing van de manager welke kant overheerst. De aard van het altruïsme verandert als het bedrijf de verschillende fasen van het driedimensionaal ontwikkelingsmodel van Gersick et al. (1997) doorloopt (Lubatkin et al., 2005).

3.4.3 De agency theorie in private ondernemingen

In paragraaf 2.2.2 werd reeds aangehaald dat de agency theorie voorspelt dat de verspreiding van de eigendom over verschillende generaties meer agency conflicten en agency kosten met zich meebrengt. De bewering dat in private ondernemingen, waar het eigendom geconcentreerd is, minder conflicten van deze aard zullen voorkomen, wordt gestaafd aan de hand van verschillende bevindingen. Ten eerste is in private ondernemingen de principaal vaak ook de agent, namelijk de eigenaar en de manager, en zal er geen belangenconflict optreden tussen deze partijen (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). Private bedrijven hebben daardoor minder nood om de agenten te controleren, wat voor een daling van de agency kosten zorgt (Poza, Hanlon, & Kishida, 2004). Ten tweede argumenteren Schulze, Lubatkin en Dino (2003) dat in private familiebedrijven het handelen uit eigenbelang in toom gehouden wordt door verwantschap, want dit moedigt loyaliteit en toewijding aan de familie en het bedrijf aan, en ouderlijk altruïsme. Ten derde hebben de eigenaars van private familiebedrijven een ongediversifieerde portefeuille. Zij hebben daarom een langere investeringshorizon, want de eigenaarmanager wil het bedrijf kunnen overdragen wanneer hij op pensioen gaat. Dit lange termijn denken levert hen een voordeel op bij het opbouwen van een vertrouwensrelatie met kredietverstrekkers, met een vermindering van monitoring- en bondingkosten als gevolg. De vermindering van deze kosten leidt op zijn beurt tot lagere agency kosten en dus voordeligere leenvoorwaarden (Steijvers & Voordeckers, 2009).

Er bestaat echter nogal wat onenigheid over deze bewering. Sommige onderzoekers zijn het er inderdaad mee eens dat agency kosten in familiebedrijven lager zijn, maar uit recente studies blijkt dat het omgekeerde ook wel eens waar zou kunnen zijn (Lubatkin et al., 2005; Schulze et al., 2001; Schulze et al., 2003). In deze studies argumenteert men dat agency kosten hoger zijn in familiebedrijven omwille van verschillende factoren, die in onderstaande alinea's besproken worden.

Ten eerste is de effectiviteit van externe controlemechanismen in deze bedrijven minder dan in publieke ondernemingen. Zo zijn private ondernemingen niet onderhevig aan het disciplinerend effect van arbeids- en kapitaalmarkten en de concurrentie op deze markten. Hierdoor stijgt de informatieasymmetrie tussen de verschillende stakeholders, met conflicten tot gevolg. Deze conflicten worden

verergerd door het feit dat de controlerende eigenaars kwetsbaar zijn voor zelfcontroleproblemen (Lubatkin et al., 2005; Schulze et al., 2001). De reden dat zij meer kwetsbaar zijn voor deze problemen schuilt in het feit dat zij veel vrijheid hebben in het omgaan met de middelen van het bedrijf. De eigenaarmanagers moeten immers geen verantwoording afleggen aan de Raad van Bestuur of de andere aandeelhouders. Dit verhoogt de kans dat men beslissingen gaat nemen of middelen gaat gebruiken om het eigenbelang te behartigen (Lubatkin et al., 2005).

Ten tweede moet men evenzeer rekening houden met de negatieve effecten die altruïsme kan hebben. Hierbij denken we onder andere aan free-riding, moreel risico en averechtse selectie op de arbeidsmarkt (Schulze et al., 2003). Naarmate de eigendom meer en meer verspreid geraakt over de generaties, nemen de agency kosten toe. Daarom is het van groot belang om in het onderzoek naar familiebedrijven te kijken welke generatie het bedrijf leidt (Blanco-Mazagatos, de Quevedo-Puente, & Castrillo, 2007).

Ten derde zijn de arbeidsmarkten in private ondernemingen minder efficiënt dan in publieke ondernemingen. Enkele kenmerken van zo'n efficiënte markt zijn de beschikbaarheid van betrouwbare informatie over de arbeidskrachten, tewerkstellingsmogelijkheden en tewerkstellingsvoorwaarden van verschillende ondernemingen. Door deze verminderde efficiëntie zijn private ondernemingen vatbaarder voor averechtse selectie (Schulze et al., 2001).

3.5 De pecking-order benadering

3.5.1 Algemeen

Myers en Majluf (1984) introduceerden de pecking-order benadering. Deze theorie stelt dat ondernemingen geen target schuldratio hebben, maar dat hun kapitaalstructuur een gevolg is van keuzes uit het verleden (Laveren et al., 2004). De schuldgraad van een onderneming reflecteert de cumulatieve nood voor externe financiering (Myers, 2001). Volgens Myers en Majluf hebben bedrijven een bepaalde volgorde bij het kiezen van financieringsmiddelen. Hun ultieme voorkeur gaat uit naar interne middelen. Alleen wanneer deze middelen niet toereikend zijn, zal men overgaan tot schuldfinanciering. Hier bestaat ook weer een volgorde op basis van veiligheid. De meest veilige externe financieringsbron is schuldfinanciering, dus bedrijven prefereren schulden boven aandelen (Laveren et al., 2004).

Myers (1984) plaatst in een studie de static tradeoff theorie tegenover de pecking-order benadering en gaat op die manier na welke van de twee theorieën de beste verklaring geeft voor financieringskeuzes. Hij stelt vast dat de static tradeoff theorie veel aantrekkelijker is, omdat deze theorie aannemelijker klinkt en een interne optimale schuldgraad genereert. Doch wil dit niet zeggen dat de theorie 'juist' is. Zo merkt Myers op dat de static tradeoff theorie er niet in slaagt het verschil in schuldraden tussen gelijkaardige bedrijven te verklaren.

3.5.2 De pecking-order benadering in familiebedrijven

In vele gevallen volgen familiebedrijven een nogal conservatieve strategie betreffende hun kapitaalstructuur. Eén van de kenmerken van deze strategie is hun uitgesproken voorkeur voor het gebruik van interne financieringsbronnen (McConaughy & Phillips, 1999; Poutziouris, 2001). Wanneer de interne middelen niet toereikend zijn, geven familiebedrijven de voorkeur aan schulden in plaats van over te gaan tot de uitgifte van nieuwe aandelen. Dit geeft aanwijzingen dat de principes van de pecking-order theorie relevant zijn voor familiebedrijven en dat deze bedrijven een risico-averse instelling hebben (Gallo, Tàpies, & Cappuyns, 2004; López-Gracia & Sánchez-Andujár, 2007; McConaughy & Phillips, 1999; Poutziouris,

2001). Door het gebruiken van interne financieringsmiddelen, zoals ingehouden winsten, wordt immers vermeden dat de eigendom en controle over de onderneming gedeeld moet worden met buitenstaanders en dat de onderneming afhankelijk wordt van externe personen (o.a.: Gallo, Tàpies, & Cappuyns, 2004; McConaughy & Phillips, 1999; Poutziouris, 2001; Romano, Tanewski, & Smyrniotis, 2000). Vaak zijn familiebedrijven niet op de hoogte van het feit dat hun risico-averse instelling een invloed kan hebben op de groei en continuïteit van het bedrijf op lange termijn (Gallo, Tàpies, & Cappuyns, 2004). Nochtans zijn sommige familiebedrijven zich hiervan wel bewust en zijn zij zelfs bereid om deze eventuele groeimogelijkheden te laten schieten, moesten deze ten koste gaan van de familiale eigendom (Mahérault, 2000; Poutziouris, 2001).

In tegenstelling tot de bewering dat familiebedrijven een grotere risico-aversie hebben, bewezen Gómez-Mejía et al. (2007) dat familiebedrijven wel bereid zijn risico's te nemen wanneer hun socioemotionele rijkdom op het spel staat. Hieronder worden de niet-financiële aspecten van een bedrijf verstaan die bepaalde noden van de familie invullen, zoals identiteit en de mogelijkheid om familiale invloed uit te oefenen. Familiebedrijven willen deze rijkdom behouden en zullen om die reden een hogere prioriteit toekennen aan het bewaren van de familiale controle dan niet-familiale bedrijven. Gómez-Mejía et al. toonden ook aan dat familiebedrijven bereidwilliger zijn om verschillende risico's te aanvaarden om deze controle te behouden. Meer bepaald een hogere kans op falen en ondermaatse prestaties. De intentie om de controle over de onderneming binnen de familie te houden, zet familiebedrijven aan om meer gebruik te maken van interne financieringsbronnen (Blanco-Mazagatos et al., 2007).

3.6 Besluit

In dit hoofdstuk werden verschillende theorieën inzake de kapitaalstructuur besproken. Als eerste werd de traditionele visie aangehaald. Aanhangers van deze visie zijn het er mee eens dat er een optimale kapitaalstructuur bestaat.

Daarna kwam de theorie van Modigliani en Miller aan bod. Zij toonden aan dat er in een wereld zonder belastingen geen optimale kapitaalstructuur bestaat. Een latere verbetering op hun model hield wel rekening met belastingen. Dit resulteerde in een optimale kapitaalstructuur met 100% schulden.

Vervolgens werd de static tradeoff benadering toegelicht. Volgens deze theorie stelt elke onderneming een target schuldratio voorop die gebaseerd is op een afweging van de voor- en nadelen verbonden met schuldfinanciering.

Voorts werd de agency theorie behandeld, deze beweert dat de optimale kapitaalstructuur terug te vinden is bij het minimum van de agency kosten. Deze theorie werd eveneens toegelicht in het perspectief van familiebedrijven. Hieromtrent kwam naar voren dat er onenigheid heerst over de agency kosten in deze bedrijven. Enerzijds beweren auteurs dat er minder agency kosten zijn in familiebedrijven, omdat de eigendom geconcentreerd is. Anderzijds zijn er publicaties die beweren dat de agency kosten net hoger zijn in familiebedrijven omwille van verschillende factoren. Ten eerste zijn private ondernemingen niet onderhevig aan het disciplinerende effect van de arbeids- en kapitaalmarkten. Ten tweede kan altruïsme negatieve gevolgen met zich meebrengen. Ten derde zijn de arbeidsmarkten minder efficiënt in private ondernemingen.

Als laatste theorie kwam de pecking-order benadering aan bod. Deze theorie stelt dat ondernemingen een voorkeursvolgorde hebben bij het kiezen van financieringsmiddelen die gebaseerd is op veiligheid. Ook deze theorie werd toegepast op familiebedrijven.

Hoofdstuk 4 Determinanten van de kapitaalstructuur

Men is het er niet over eens of familiebedrijven meer of minder schulden gebruiken dan niet-familiebedrijven. Verschillende studies kwamen tot de conclusie dat familiebedrijven minder schulden gebruiken, omdat deze een verlies van familiale controle betekenen en een groter risico op verlies van persoonlijke rijkdom met zich meebrengen. Daarentegen onthulden andere studies (o.a.: Coleman & Carsky, 1999) dat het even waarschijnlijk is voor familiebedrijven en hun tegenhangers om schulden aan te gaan (Blanco-Mazagatos, de Quevedo-Puente, & Castrillo, 2007).

De factoren die bepalen welke financieringsbronnen een bedrijf verkiest, worden determinanten genoemd. Bedrijven hebben de keuze tussen financiering door middel van eigen vermogen, vreemd vermogen of interne financiering. Er is reeds veel onderzoek gedaan naar de determinanten van de kapitaalstructuur. Hierin gaat men doorgaans op eenzelfde wijze te werk. Eerst worden er determinanten gezocht die mogelijkerwijs een invloed hebben op de kapitaalstructuur en gaat men na wat deze invloed precies inhoudt. Daarna worden deze determinanten getest aan de hand van een empirisch onderzoek. Het aantal onderzoeken specifiek gericht op de determinanten in familiebedrijven is beperkter. Deze onderzoeken komen niet altijd tot consistente conclusies, wat hieronder zal blijken.

4.1 Verspreiding van de eigendom

Zoals eerder al aangehaald (paragraaf 2.2.1.3) zijn er verschillende fasen van de verspreiding van eigendom. In deze paragraaf zal de impact van deze fasen op de agency problemen en het gebruik van schulden besproken worden.

De **controleerende eigenaar** zal initieel een sterke prikkel ervaren om schulden aan te gaan om investeringen te kunnen doen. Hij zal in periodes van marktgroei een hogere schuldgraad aanhouden dan wanneer de marktgroei laag is. Dankzij het altruïsme neemt de controleerende eigenaar de noden van het bedrijf en alle familieleden in overweging wanneer hij een beslissing neemt. Op termijn kan het

voorkomen dat de eigenaar niet meer in het belang van de onderneming handelt, omdat hij zijn eigenbelang en het belang van het bedrijf en de familie als één en dezelfde beschouwt. De controlerende eigenaar kan bijvoorbeeld investeringen vermijden omdat hij hierdoor nieuwe vaardigheden moet verwerven, ondanks het feit dat de rest van de familie deze investering noodzakelijk vindt. Familieleden zullen zich afvragen of de eigenaar nog wel in staat is beslissingen te nemen in het belang van de onderneming en er ontstaan belangenconflicten. Men zal deze conflicten proberen op te lossen aan de hand van monitoring en andere acties die tot agency kosten leiden. Desondanks blijft het moeilijk om de controlerende eigenaar te beïnvloeden. Enerzijds is dit te verklaren doordat de familieleden slechts een minderheid aan aandelen bezitten of zelfs geen. Anderzijds wordt de controlerende eigenaar als hoofd van de familie aanzien en vaak als stichter van het bedrijf. Deze beperkingen leiden, samen met het risico dat de eigenaar investeringen onderneemt waarvan de rest van de familie vindt dat ze niet de beste zijn, tot free-riding. Zoals reeds vermeld in paragraaf 3.4.2 zal de controlerende eigenaar dit free-ridersgedrag aanvaarden omwille van het altruïsme (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

Naarmate de eigendom verspreid geraakt onder de erfgenamen van de controlerende eigenaar(s), bevinden de belangen van de familiale aandeelhouders zich niet meer op één lijn en neemt de aversie ten aanzien van verliezen toe. Zo wordt in het **'brussen-team'** het bereiken van deze gelijkschakeling bemoeilijkt door het altruïsme. Dit komt omdat het altruïsme de broers en/of zussen de neiging geeft om hoofdzakelijk bekommerd te zijn om de welvaart van hun eigen gezin in plaats van de welvaart van de gehele familie en het bedrijf (Lubatkin et al., 2005; Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003). Deze neiging kan een bron van conflict vormen die de werking van de onderneming kan hinderen. Bovendien kunnen de broers en/of zussen in deze fase een gebrek aan middelen ervaren. Dit vormt een bijkomende bron van conflict en dwingt hen om maatregelen te treffen. Een andere mogelijke bron van conflict vinden we terug wanneer het aandelenbezit gelijk verdeeld is tussen de broers en/of zussen. Een broer of zus met een zeer verliesaverse instelling kan op die manier investeringen blokkeren waarvan de anderen geloven dat deze het bedrijf ten goede komen (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003). Schulze, Lubatkin en Dino (2003) vonden bewijs dat het schuldengebruik in de fase van het 'brussen-team' daalt omwille van de hierboven beschreven problemen.

Wanneer het bedrijf zich in de fase van het '**nevichten-netwerk**' bevindt, zijn de belangen van de verschillende aandeelhouders terug meer op één lijn gebracht waardoor ook de agencyconflicten en -kosten verminderen. De familieleden in dit stadium "are less 'overinvested'" (p. 185) in het bedrijf en hebben daarom ongeveer dezelfde risicovoorkeuren als institutionele investeerders. We verwachten daarom dat het schuldengebruik terug zal toenemen (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

We kunnen hieruit concluderen dat managers meer geneigd zijn om schulden aan te gaan in de fasen van de controlerende eigenaar(s) en van het '**nevichten-netwerk**'. In de fase van het '**brussen-team**' zijn managers minder geneigd schulden aan te gaan omwille van verschillende problemen. Er bestaat dus een relatie tussen het gebruik van schulden en de verspreiding van de eigendom en deze kan weergegeven worden aan de hand van een U-vormige curve (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003).

Blanco-Mazagatos et al. (2007) argumenteren echter dat de verspreiding van de eigendom van generatie op generatie tot een toename van de agency kosten en opportunistisch handelen leidt. Schulden zijn in dat geval een efficiënt controlemechanisme om dit opportunisme, waardoor managers free cashflow verspillen aan slechte investeringen en extraatjes, te vermijden. Zij voorspellen dus een positief verband tussen de verspreiding van de eigendom en het schuldniveau. Hun resultaten bevestigen dit verband ook. Om hun studie uit te voeren verdeelden zij de familiebedrijven in twee groepen, namelijk deze minder dan 25 jaar oud en deze ouder dan 25 jaar. Zij veronderstellen dat de eerste groep van bedrijven geleid wordt door de eerste generatie en de tweede groep door de tweede generatie. In vergelijking met het onderzoek van Schulze, Lubatkin en Dino (2003) is dit een beperktere indeling, waardoor de resultaten minder representatief zijn.

Hypothese 1: Het schuldengebruik van familiebedrijven is U-vormig gerelateerd aan de verspreiding van de eigendom.

4.2 Beschikbaarheid interne bronnen

Familiebedrijven volgen de pecking-order theorie bij de keuze tussen financieringsbronnen (zie paragraaf 3.5.2). Dit werd al door verschillende onderzoekers bevestigd (o.a.: Coleman & Carsky, 1999; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Mahéroul, 2000; Poutziouris, 2001; Romano, Tanewski, & Smyrnios, 2000). Deze theorie impliceert dat hoe meer interne middelen een bedrijf genereert, hoe minder het zich moet beroepen op schulden. We verwachten daarom een negatief verband tussen het schuldniveau en de beschikbaarheid van interne bronnen.

Hypothese 2: Familiebedrijven die veel interne middelen kunnen genereren, zullen een lager schuldniveau hebben.

4.3 Onderpandwaarde

Er wordt frequent gebruik gemaakt van een onderpand wanneer bedrijven geld lenen van een kredietverstrekker. De reden hiervoor schuilt in de aanwezigheid van agency problemen, zoals asymmetrische informatie, moreel risico en averechtse selectie, die de relatie tussen de lener en ontlener kan verstoren. Deze problemen verhogen het risico voor de kredietverstrekkers (Voordeckers & Steijvers, 2006). Een lening met onderpand is een mogelijke oplossing om dit risico te verkleinen. De kredietverstrekker kan immers aanspraak maken op het goed dat in onderpand werd gegeven wanneer de lening niet terugbetaald wordt. Dankzij het onderpand heeft de kredietverstrekker dus meer zekerheid dat de ontlener het geld zal terugbetalen. Naast een vermindering van bovenstaande agency problemen, heeft onderpand nog andere voordelen. Een tweede voordeel is een vermindering van de agency kosten, onder meer doordat er voorkomen kan worden dat de ontlener het geld voor een meer risicovol project gebruikt dan initieel afgesproken (Steijvers, Voordeckers, & Vanhoof, 2010). Een onderneming die projecten onderneemt waarbij er geen onderpand gegeven werd, kan niet de garantie bieden dat het geld op de juiste manier geïnvesteerd zal worden. Dit leidt er toe dat kredietinstellingen gunstigere voorwaarden zullen eisen en de onderneming in sommige gevallen voor

aandelenkapitaal zal kiezen in plaats van schulden (Titman & Wessels, 1988). Daarnaast is de bank in geval van faillissement zeker van zijn recht op het in pand gegeven goed. Dankzij een onderpand is de mogelijkheid voor het ontlenend bedrijf om een lening af te sluiten bij een andere kredietverstrekker kleiner. Tot slot daalt het risico dat het bedrijf in de toekomst overdreven leningen zal aangaan. Natuurlijk zijn er ook nadelen verbonden aan een onderpand. De kredietverstrekker is genoodzaakt om het onderpand te waarderen en controleren, er moeten filing fees' voor veiligheidsregistratie betaald worden en tot slot brengt het administratieve uitgaven met zich mee (Steijvers, Voordeckers, & Vanhoof, 2010).

Het belang van het onderpand in de bedrijfswereld blijkt eveneens uit verschillende empirische studies die de onderpandwaarde van de activa als determinant behandelen. Myers en Majluf (1984) stellen vast dat bedrijven met een grotere onderpandwaarde van hun activa meer schulden aangaan om te profiteren van de lage kost. Om deze reden wordt een positief verband verwacht tussen de onderpandwaarde van de activa en schulden. Doch kan de neiging van managers om meer extralegale voordelen te consumeren dan het optimale niveau een tegengesteld verband opwekken. Hoe meer schulden een onderneming heeft, hoe kleiner deze neiging is. Een eerste verklaring hiervoor is het grotere faillissementsrisico dat gepaard gaat met meer schulden. Een tweede verklaring vinden we in het feit dat ondernemingen met meer schulden meer gecontroleerd zullen worden door de kredietverschaffers. Deze controle zorgt er voor dat managers minder geneigd zijn om buitensporige extralegale voordelen te consumeren. Bedrijven met minder activa die als onderpand kunnen dienen, zullen er voor kiezen meer schulden aan te gaan om de consumptie van extralegale voordelen te verminderen (Chang, Lee, & Lee, 2009; Grossman & Hart, 1983; Titman & Wessels, 1988).

Daarnaast zorgt de gouden balansregel er voor dat ondernemingen die in het bezit zijn van activa met een lange levensduur meer gebruik zullen maken van lange termijn schulden. Wanneer we voor het onderscheid tussen korte en lange termijn schulden de relatie bekijken met de activastructuur stellen we vast dat een positief verband verwacht wordt tussen de activastructuur en lange termijn schuld en een negatief verband tussen de activastructuur en korte termijn schuld. Hall, Hutchinson en Michaelas (2004) vinden dat de activastructuur inderdaad positief gerelateerd is aan lange termijn schuld en negatief gerelateerd is aan korte termijn schuld. Voor

België vonden zij een zeer sterk positief verband voor de lange termijn schulden. Dit wijst erop dat de beschikbaarheid van onderpand in ons land zeer belangrijk blijkt te zijn bij het aangaan van lange termijn schulden.

Hypothese 3: Het schuldniveau van familiebedrijven is positief gerelateerd aan de onderpandwaarde van de activa.

4.4 Leeftijd van de onderneming

De leeftijd van de onderneming is een veel besproken determinant. De meerderheid van de onderzoeken die gericht zijn op het bepalen van de relatie tussen de leeftijd van een onderneming en het schuldniveau focust zich op ondernemingen in het algemeen. Hall, Hutchinson en Michaelas (2004) gingen uit van een negatief verband tussen leeftijd en schuld, daar oudere bedrijven reeds ingehouden winsten hebben kunnen accumuleren, waardoor zij minder nood hebben aan schulden. Hun onderzoek maakt een onderscheid tussen korte termijn en lange termijn schulden. Voor de schulden op korte termijn vinden zij, in lijn met hun verwachtingen, een negatief verband met de leeftijd van de onderneming. Voor de schulden op lange termijn vinden zij een positief verband met de leeftijd, maar deze relatie is niet significant.

Coleman en Carsky (1999) beperkten zich tot het bestuderen van familiebedrijven. Zij stelden vast dat jongere familiebedrijven meer gebruik maken van externe financieringsbronnen dan meer volwassen bedrijven. In tegenstelling tot dit negatief verband, verwachtten Romano, Tanewski en Smyrnios (2000) een positief verband tussen de leeftijd en de schuldgraad. Hun resultaat was echter niet significant. Ook De Visscher, Aronoff & Ward (1995) kwamen tot de conclusie dat naarmate een familiebedrijf meer volwassen wordt, men externe financiering gebruikt. Kimhi (1997) argumenteert dat volwassen familiebedrijven minder moeilijkheden ondervinden bij het aangaan van schulden, terwijl deze mogelijkheid beperkter is in de vroege stadia. Op basis van deze studies formuleren we de volgende hypothese:

Hypothese 4: Het schuldniveau van familiebedrijven is positief gerelateerd aan de leeftijd.

4.5 Grootte van de onderneming

In veel studies wordt de grootte van het bedrijf ook als determinant aangegeven. Algemeen wordt er een positief verband verwacht tussen de grootte van de onderneming en de schulden. Grote ondernemingen hebben immers gemakkelijker toegang tot schuldfinanciering, genieten van schaalvoordelen bij financiële moeilijkheden en hebben meer te maken met conflicten tussen aandeelhouders en management (Deloof & Verschueren, 1998). Deloof en Verschueren (1998) onderzoeken de relatie tussen grootte en schuld aan de hand van de hiervoor vermelde maatstaven. Zij vinden voor beiden een positieve relatie. Verschillende studies onderzochten en bevestigden deze relatie voor familiebedrijven (Blanco-Mazagatos, de Quevedo-Puente, & Castrillo, 2007; Coleman & Carsky, 1999; López-Gracia & Sánchez-Andujár, 2007; Romano, Tanewski, & Smyrniotis, 2000). We verwachten daarom een positieve relatie tussen het schuldniveau en de grootte van het bedrijf.

Hypothese 5: Het schuldniveau van een familiebedrijf is positief gerelateerd aan de grootte.

Hoofdstuk 5 Onderzoeksopzet

In dit hoofdstuk zal de opzet van het empirisch onderzoek uitgelegd worden. Allereerst wordt de gebruikte databank omschreven. Daarna wordt aandacht besteed aan de variabelen die in het onderzoek zullen gebruikt worden. Tot slot komen de methoden die gehanteerd zullen worden bij de verwerking van de gegevens aan bod.

5.1 Databank

De gegevens voor dit onderzoek zijn gebaseerd op de National Survey of Small Business Finances (NSSBF) van 2003. Dit onderzoek wordt vijfjaarlijks uitgevoerd door de Federal Reserve Board of Governors and the U.S. Small Business Administration en verzamelt informatie over kleine bedrijven (minder dan 500 werknemers) in de Verenigde Staten. Deze informatie wordt in een databank weergegeven. De populatie bevat 6,3 miljoen bedrijven, waaruit een steekproef van 4637 bedrijven getrokken werd.

5.2 Variabelen

In deze paragraaf worden de variabelen besproken die worden gebruikt om de hypothesen uit hoofdstuk 4 te testen. We maken een onderscheid tussen de onafhankelijke, afhankelijke en controlevariabelen. De proxies voor deze variabelen zijn gebaseerd op gegevens uit de NSSBF databank.

5.2.1 Onafhankelijke variabelen

Allereerst hebben we een variabele nodig die meet welke bedrijven familiebedrijven zijn. We gebruiken hiervoor een dummy variabele **familiebedrijf** die de waarde 1 aanneemt wanneer we te maken hebben met een familiebedrijf en de waarde 0 aanneemt indien het gaat om een niet-familiebedrijf. Om bedrijven uit de databank

te kunnen classificeren in één van deze twee categorieën is het nodig dat we de term "familiebedrijf" definiëren. Zoals uit hoofdstuk 2 bleek, bestaat er geen definitie met een wijdverspreide acceptatie. Voor dit onderzoek hanteren we daarom twee verschillende definities van een familiebedrijf. De eerste definitie is de volgende: Een bedrijf is een familiebedrijf wanneer meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één enkele familie. De tweede definitie incorporeert ook familiaal management, en luidt als volgt: Een bedrijf is een familiebedrijf wanneer meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één enkele familie en wanneer de eigenaar eveneens de manager is. Dit resulteert dus in twee variaties van de variabele familiebedrijf: **familiebedrijf1 (FB1)**, gebaseerd op de eerste definitie en **familiebedrijf2 (FB2)**, gebaseerd op de tweede definitie.

Daarnaast gebruiken we voor de eerste hypothese de variabele **verspreiding van de eigendom** (*Eigendomsconcentratie*) om het generatie-effect te meten. In de databank wordt er niet expliciet een onderscheid gemaakt op basis van generatie, waardoor we niet exact kunnen weten in welke fase van verspreiding het familiebedrijf zich bevindt. Er is echter wel een variabele aanwezig die ons toelaat dit onderscheid bij benadering te maken. We kennen de variabele Eigendomsconcentratie de waarde 1 toe wanneer het familiebedrijf opgericht werd door de huidige eigenaar of gekocht werd. Deze bedrijven bevinden zich in het stadium van 'controlerende eigenaar'. Als de huidige eigenaar het bedrijf geërfd heeft of verkregen heeft door schenking, krijgt deze variabele de waarde 0. We gaan er vanuit dat deze bedrijven zich in de fase van het 'brussen-team' of 'nevichten-netwerk' bevinden. De variabele Eigendomsconcentratie is dus een dummy variabele. Doordat we twee fasen van verspreiding van de eigendom samennemen, 'brussen-team' en 'nevichten-netwerk', kan de U-vormige relatie tussen de verspreiding van de eigendom en de schuldgraad niet getest worden. Om die reden wordt hypothese 1 hervormt.

Hypothese 1': Er bestaat een negatief verband tussen de verspreiding van de eigendom en de schuldgraad.

De variabele **interne middelen** zal gebruikt worden om hypothese 2 te testen. Dikwijls wordt de cashflow na belastingen gehanteerd als proxy voor de interne middelen, maar door een gebrek aan de vereiste gegevens in de databank werd gekozen voor een alternatieve maatstaf. De alternatieve proxy die we zullen hanteren

is de rendabiliteit van het totale vermogen (*ROA*). De *ROA* bekomt men door de nettowinst te delen door de totale activa. Daarnaast zal ook de rendabiliteit van het eigen vermogen (*ROE*) gebruikt worden. De *ROE* wordt berekend door de nettowinst te delen door het eigen vermogen.

Hypothese 3 zal getest worden door middel van de onafhankelijke variabele **onderpandwaarde** (*OW*). Op basis van verschillende studies verwachten we dat er een verband bestaat tussen de schulden en de activa die als onderpand kunnen dienen (Hall, Hutchinson, & Michaelas, 2004; Titman & Wessels, 1988). Om die reden is de proxy voor deze variabele de ratio van de vaste activa gedeeld door de totale activa. De NSSBF databank bevat geen expliciete variabele die de vaste activa rapporteert. De vaste activa werden daarom berekend door verschillende variabelen op te tellen, namelijk de investeringen, de boekwaarde van de grond, de netto boekwaarde van de afschrijfbaar activa en de overige activa.

Om de vierde hypothese te testen creëren we de variabele **leeftijd**, die gemeten zal worden aan de hand van de oprichtingsdatum van de onderneming. Zo heeft een onderneming opgericht in het jaar 2000 een leeftijd van 10 jaar.

De invloed van de grootte van de onderneming op het schuldniveau zal gemeten worden aan de hand van de variabele **grootte**. We hanteren hier verschillende proxies: het balanstotaal (*BT*), het aantal werknemers (*WN*) en de verkoopopbrengsten (*VK*).

5.2.2 Afhankelijke variabele

In dit empirisch onderzoek wordt getracht de invloed van verschillende determinanten op de schulden te achterhalen. Om de hypothesen die afgeleid werden in hoofdstuk 4 te testen, worden de schulden als de afhankelijke variabele gekozen. Er zijn verschillende manieren om de schulden van een onderneming te meten. Wij hanteren als proxy de **schuldgraad** (*Schgr*), berekend door de schulden te delen door het balanstotaal.

5.2.3 Controlevariabelen

Controlevariabelen zijn variabelen die een invloed uitoefenen op de afhankelijke variabelen en dus ook voor een vertekend beeld van de resultaten kunnen zorgen. Daarom is het noodzakelijk dat we deze variabelen definiëren en hier voor controleren in de regressie.

De **sector** waarin het bedrijf actief is, kan een invloed uitoefenen op de resultaten. Om die reden wordt hiermee rekening gehouden in het onderzoek. Elke onderneming behoort minstens tot een bepaalde sector en krijgt één of meerdere SIC-codes toegekend die deze sector(en) aangeven. In de NSSBF databank wordt een onderscheid gemaakt tussen onderstaande groepen van SIC-codes:

- 10-14: Mining (Grondstoffen)
- 15-19: Construction (Bouw)
- 20-39: Manufacturing (Productie)
- 40-49: Transportation/Public Utilities (Vervoer/Diensten van openbaar nut)
- 50-51: Wholesale Trade (Groothandel)
- 52-59: Retail Trade (Kleinhandel)
- 60-69: Finance, Insurance and Real Estate (Financiën, Verzekeringen en Vastgoed)
- 70-89: Services (Diensten)
- 91-98: Public Administration (Publieke Administratie)

Bedrijven uit de sector van financiën, verzekeringen en vastgoed worden uit het onderzoek geweerd, daar deze sector zeer specifieke kenmerken heeft die het onderzoek kunnen vertekenen. Eén van deze specifieke kenmerken is hun hoge schuldgraad (Fama & French, 1992; Hitchner, 2006), die als normaal gezien wordt voor deze sector, maar waarschijnlijk een andere betekenis heeft voor niet-financiële bedrijven (Fama & French, 1992).

Om te controleren voor de sectoreffecten worden dummy variabelen gedefinieerd die de waarde 1 aannemen wanneer het bedrijf in de sector actief is en de waarde 0 aannemen indien niet. Op die manier worden er acht dummy variabelen gecreëerd: Grst (Grondstoffen), Bouw (Bouw), Prod (Productie), Vervoer (Vervoer/Diensten van

openbaar nut), Grooth (Groothandel), Kleinh (Kleinhandel), Dienst (Diensten) en PA (Publieke Administratie). De dummy variabele Bouw zal dus de waarde 1 aannemen wanneer het bedrijf actief is in de bouwsector en 0 indien niet. Al deze dummy variabelen, met uitzondering van PA, worden opgenomen in de regressie. PA wordt buiten beschouwing gelaten om perfecte multicollineariteit te vermijden.

Een volgende controlevariabele is de **organisatievorm** (*OrgVorm*) van de onderneming. In de gebruikte databank wordt rekening gehouden met verschillende organisatievormen, namelijk:

- Sole proprietorship;
- Partnership;
- Limited Liability Partnership (LLP): tax filed as partnership or as corporation;
- S-corporation;
- C-corporation;
- Limited Liability Company (LLC): tax filed as partnership, as corporation or as sole proprietorship.

Ook hier controleren we voor de organisatievorm aan de hand van verschillende dummy variabelen en wordt één hiervan, LLP tax filed as corporation, niet opgenomen in de regressie.

De onderstaande tabel geeft een overzicht van alle variabelen, de bijhorende afkortingen en maatstaven die in dit onderzoek gebruikt worden.

Tabel 3: Overzicht van de variabelen

Omschrijving	Variabele	Maatstaf
Onafhankelijke variabelen		
Familiebedrijf	FB1	FB1 = 1 als het bedrijf volgens de eerste definitie een familiebedrijf is en FB1 = 0 indien niet
	FB2	FB2 = 1 als het bedrijf volgens de tweede definitie een familiebedrijf is en FB2 = 0 indien niet
Verspreiding van de eigendom (generatie-effect)	Eigendomsconcentratie	Eigendom = 1 als het bedrijf werd opgericht of gekocht door huidige eigenaar en Eigendom = 0 als huidige eigenaar het bedrijf erfde of verkreeg dmv schenking
Interne middelen	ROA ROE	ROA = nettowinst / totale activa ROE = nettowinst / eigen vermogen
Onderpandswaarde	OW	OW = vaste activa / totale activa
Leeftijd	Leeftijd	huidig boekjaar - jaar van oprichting
Ondernemingsgrootte	Grootte	balanstotaal (BT) (in \$) aantal werknemers (WN) verkoopopbrengsten (VK) (in \$)
Afhankelijke variabele		
Schuldgraad	Schgr	Schgr = schulden / balanstotaal
Controlevariabelen		
Grondstoffen	Grst	Grst = 1 als het bedrijf actief is in de grondstoffensector Grst = 0 indien niet
Bouw	Bouw	Bouw = 1 als het bedrijf actief is in de bouwsector Bouw = 0 indien niet
Productie	Prod	Prod = 1 als het bedrijf een productiebedrijf is Prod = 0 indien niet
Vervoer/Diensten van openbaar nut	Vervoer	Vervoer = 1 als het bedrijf actief is in de vervoersector of diensten van openbaar nut aanbiedt en Vervoer = 0 indien niet
Groothandel	Grooth	Grooth = 1 als het bedrijf actief is in de groothandelsector Grooth = 0 indien niet

Kleinhandel	Kleinh	Kleinh = 1 als het bedrijf actief is in de kleinhandelsector Kleinh = 0 indien niet
Diensten	Dienst	Dienst = 1 als het bedrijf actief is in de dienstensector Dienst = 0 indien niet
Publieke Administratie	PA	PA = 1 als het bedrijf actief is in de publieke administratiesector PA = 0 indien niet
Sole Proprietorship	Sole_Prop	Sole_Prop = 1 als het bedrijf een eenmanszaak is Sole_Prop = 0 indien niet
Partnership	Partn	Partn = 1 als het bedrijf een partnership is Partn = 0 indien niet
LLP, tax filed as partnership	LLP_Partn	LLP_Partn = 1 als het bedrijf een LLP is die belastingen indient als partnership en LLP_Partn = 0 indien niet
LLP, tax filed as corporation	LLP_Corp	LLP_Corp = 1 als het bedrijf een LLP is die belastingen indient als corporation en LLP_Corp = 0 indien niet
S-corporation	S_Corp	S_Corp = 1 als het bedrijf een S-corporation is S_Corp = 0 indien niet
C-corporation	C_Corp	C_Corp = 1 als het bedrijf een C-corporation is C_Corp = 0 indien niet
LLC, tax filed as partnership	LLC_Partn	LLC_Partn = 1 als het bedrijf een LLC is die belastingen indient als partnership en LLC_Partn = 0 indien niet
LLC, tax filed as corporation	LLC_Corp	LLC_Corp = 1 als het bedrijf een LLC is die belastingen indient als corporation en LLC_Corp = 0 indien niet
LLC, tax filed as sole proprietorship	LLC_Sole	LLC_Sole = 1 als het bedrijf een LLC is die belastingen indient als eenmanszaak en LLC_Sole = 0 indien niet

5.3 Verwerking van de gegevens

De variabelen die in de vorige paragraaf aan bod kwamen, worden verwerkt met het softwarepakket STATA.

5.3.1 Onwaarschijnlijke waarden

Om te beginnen werden onwaarschijnlijke waarden geïdentificeerd en verwijderd. In de databank wordt er naast cijfers ook met ranges gewerkt. Wanneer ondervraagde bedrijven niet het werkelijke bedrag van bepaalde variabelen konden noemen, hadden zij de mogelijkheid om aan te geven in welke range het bedrag viel. Zo gelden voor de verkoopopbrengsten de volgende ranges:

- $\leq \$10.000$ $\rightarrow 1$
- $> \$10.000$, maar $\leq \$50.000$ $\rightarrow 2$
- $> \$50.000$, maar $\leq \$100.000$ $\rightarrow 3$
- $> \$100.000$, maar $\leq \$500.000$ $\rightarrow 4$
- $> \$500.000$, maar $\leq \$1$ miljoen $\rightarrow 5$
- $> \$1$ miljoen, maar $< \$5$ miljoen $\rightarrow 6$
- $\geq \$5$ miljoen $\rightarrow 7$

De variabelen waarvoor ranges van 1 tot 7 werden toegepast zijn: schulden, balanstotaal, investeringen, boekwaarde grond, netto boekwaarde afschrijfbaar activa, overige activa, verkoopopbrengsten en het eigen vermogen. De cases die voor deze variabelen een waarde hadden tussen 1 en 7 werden verwijderd uit de steekproef. Vervolgens werden negatieve waarden eveneens verwijderd voor de variabelen waarbij een negatief bedrag onwaarschijnlijk is. In deze steekproef kwamen negatieve waarden voor bij de volgende variabelen: schulden, balanstotaal, investeringen, boekwaarde grond, netto boekwaarde afschrijfbaar activa, overige activa, verkopen, schuldgraad en onderpandwaarde. Daarna ging de aandacht uit naar de variabele Eigendomsconcentratie. Bij deze variabele zijn er vier antwoorden in de databank aanwezig. Wij richten ons in dit onderzoek enkel op drie van deze vier, namelijk: het familiebedrijf werd opgericht door de huidige eigenaar, het familiebedrijf werd gekocht of de huidige eigenaar verkreeg de eigendom van het familiebedrijf door middel van een erfenis of schenking. Het vierde mogelijke

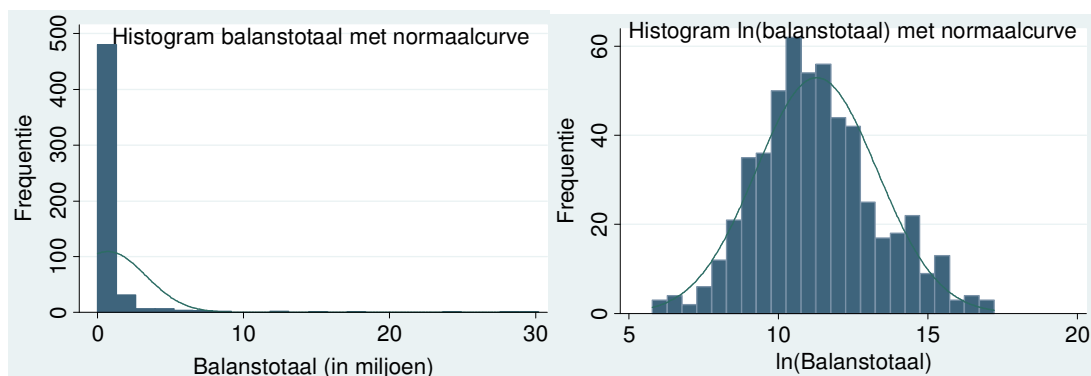
antwoord dat we buiten beschouwing laten, is dit van het publieke familiebedrijf. Deze wordt dus eveneens geëlimineerd. Verder hadden enkele cases de waarde nul voor de variabelen boekwaarde grond, netto boekwaarde afschrijfbaar activa, verkopen en eigen vermogen. Ook deze werden verwijderd. Tot slot werden voor de variabelen schuldgraad en onderpandwaarde alle cases met een waarde groter dan 1 geweerd uit het onderzoek.

5.3.2 Onderzoek normale verdeling en bepaling uitschieters

Na het verwijderen van onwaarschijnlijke waarden werd nagegaan of de variabelen normaal verdeeld zijn en werd er eveneens gezocht naar uitschieters.

Om te beginnen wordt aan de hand van histogrammen nagegaan of de variabelen normaal verdeeld zijn. De binaire variabelen worden hierbij buiten beschouwing gelaten, want zij kunnen enkel de waarden 0 en 1 aannemen. Wanneer een variabele scheef verdeeld blijkt te zijn, wordt een logaritmische transformatie gebruikt. Dit houdt in dat het natuurlijk logaritme van de variabele gebruikt wordt in plaats van de variabele zelf. Op die manier wordt mogelijke heteroskedasticiteit voorkomen. Heteroskedasticiteit doet zich voor wanneer de variantie van de foutterm geen constante is, maar varieert voor de verschillende observaties. De volgende variabelen blijken op basis van hun histogrammen scheef verdeeld te zijn: Schgr, ROA, ROE, OW, Leeftijd, BT, WN en VK. De logistische transformatie wordt niet toegepast op de eerste vier variabelen (Schgr, ROA, ROE en OW), daar deze berekend worden door middel van een breuk van twee andere variabelen.

In figuur 8 wordt aan de hand van grafieken geïllustreerd hoe het natuurlijk logaritme de verdeling van een variabele verandert van scheef naar normaal.



Figuur 8: Histogrammen van het balanstotaal en ln(balanstotaal)

Vervolgens worden uitschieters verwijderd aan de hand van een vuistregel. Eerst worden de gemiddelden (μ) en de standaardafwijkingen (σ) van alle variabelen berekend. Daarna wordt voor elke variabele de volgende twee getallen berekend: $\mu - 3\sigma$ en $\mu + 3\sigma$. Deze twee getallen zijn de onder- en bovengrens. Alle waarden die hierbuiten vallen, worden als uitschieters beschouwd en worden verwijderd. Deze vuistregel wordt voor de volgende variabelen toegepast: Schgr, ROA, ROE, OW, lnLeeftijd, lnBT, lnWN en lnVK.

5.3.3 Verdere werkwijze

Nadat de onwaarschijnlijke waarden en uitschieters verwijderd werden en de verdeling van de variabelen aangepast werd, kan overgegaan worden tot een beschrijvende analyse van de gegevens. Daarna worden in de multivariate analyse verschillende regressies gedaan. Om mogelijke heteroskedasticiteit op te lossen, wordt gebruik gemaakt van robuuste regressies. Dit wil zeggen dat telkens de White-correctie uitgevoerd wordt. Verder wordt ook gekeken naar de Variance Inflation Factoren (VIF) van de variabelen om ernstige multicollineariteit op te sporen. Als vuistregel geldt dat zolang de VIF kleiner dan of gelijk is aan 10 er zich geen problemen van multicollineariteit voordoen in de OLS-regressie. Indien dit wel het geval is, zal de variabele in kwestie niet opgenomen worden in het model. Deze stappen zijn terug te vinden in het volgende hoofdstuk.

Hoofdstuk 6 Empirische resultaten

6.1 Beschrijvende analyse

6.1.1 Beschrijvende analyse van de bedrijven

In het vorige hoofdstuk werden familiebedrijven gedefinieerd aan de hand van twee definities. De frequenties in tabel 4 zijn gebaseerd op deze definities. Als we de eerste definitie hanteren (FB1), zien we dat 92,15% van de bedrijven als familiebedrijven geïdentificeerd worden. Wanneer we gebruikmaken van de tweede, strengere definitie (FB2) is dit aandeel 86,93%.

Tabel 4: Frequentietabellen familiebedrijven en niet-familiebedrijven

FB1	Frequentie	Percentage
NFB	38	7,85
FB	446	92,15
Totaal	484	100

FB2	Frequentie	Percentage
NFB	63	13,07
FB	419	86,93
Totaal	482	100

Zoals te zien is in tabel 5 zijn familiebedrijven (FB) en hun niet-familiale tegenhangers (NFB) ongeveer in dezelfde mate in de productie-, groothandel- en dienstensector actief. Voor de andere sectoren constateren we een verschil. De meest voorkomende sector in de steekproef is de dienstensector. Na het verwijderen van onwaarschijnlijke waarden en uitschieters bleven er geen bedrijven over in de publieke administratiesector. Er werd reeds in paragraaf 5.2.3 aangegeven dat de dummy variabele PA buiten beschouwing gelaten zou worden bij de regressie-analyse om perfecte multicollineariteit te voorkomen. Nu er echter geen enkel bedrijf actief is in deze sector, wordt een bijkomende dummy variabele buiten beschouwing gelaten om perfecte multicollineariteit te voorkomen, namelijk de dummy variabele Grooth.

Tabel 5: Verdeling bedrijven per sector

Sector	FB1				FB2			
	FB		NFB		FB		NFB	
	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%
Grst	0	0,00	1	2,63	0	0,00	1	1,59
Bouw	63	14,13	4	10,53	59	14,08	8	12,70
Prod	43	9,64	4	10,53	39	9,31	8	12,70
Vervoer	17	3,81	1	2,63	17	4,06	1	1,59
Grooth	27	6,05	3	7,89	26	6,21	4	6,35
Kleinh	66	14,80	3	7,89	60	14,32	9	14,29
Dienst	230	51,57	22	57,89	218	52,03	32	50,79
PA	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Totaal	446	100	38	100	419	100	63	100

In tabel 6 worden de verschillende bedrijven uitgesplitst op basis van hun organisatievorm. Opvallend is dat er volgens de eerste definitie geen enkel niet-familiebedrijf een eenmanszaak is. Bij de tweede definitie zijn er wel niet-familiebedrijven die deze organisatievorm aannemen. Wetende dat de variabele FB2 een strengere definitie hanteert, zijn dit de bedrijven waarbij de eerste voorwaarde vervuld is (de familie heeft meer dan 50% van de aandelen in handen), maar waarbij niet voldaan is aan de tweede voorwaarde (de eigenaar van het familiebedrijf is tevens de manager). Verder is de S-corporation populair bij zowel de familiebedrijven als de niet-familiebedrijven. Niet-familiebedrijven hebben daarnaast vaak de vorm van een partnership, C-corporation of LLC_Partnership, organisatievormen die minder vaak voorkomen bij de familiebedrijven. Verder blijkt uit de tabel dat geen enkel bedrijf een LLP is die belastingen indient als corporation. Hierboven werd reeds vermeld dat we deze organisatievorm niet opnemen in de regressie (zie paragraaf 5.2.3), maar vermits deze categorie geen enkel bedrijf bevat, wordt tevens abstractie gemaakt van LLC_Partn in de regressie.

Tabel 6: Verdeling bedrijven per organisatievorm

Organisatievorm	FB1				FB2			
	FB		NFB		FB		NFB	
	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%
Sole_Prop	240	53,81	0	0	233	55,61	7	11,11
Partn	12	2,69	11	28,95	12	2,86	11	17,46
LLP_Partn	3	0,67	1	2,63	3	0,72	1	1,59
LLP_Corp	0	0,00	0	0	0	0	0	0
S_Corp	127	28,48	11	28,95	112	26,73	26	41,27
C_Corp	47	10,54	11	28,95	43	10,26	13	20,63
LLC_Partn	3	0,67	4	10,53	3	0,72	4	6,35
LLC_Corp	3	0,67	0	0	3	0,72	0	0
LLC_Sole	11	2,47	0	0	10	2,39	1	1,59
Totaal	446	100	38	100	419	100	63	100

6.1.2 Beschrijvende analyse van de determinanten

Om te beginnen worden in de onderstaande tabel enkele gegevens getoond van de voornaamste variabelen in de steekproef. Door te kijken naar de minima en maxima merken we op dat er een grote variatie van bedrijven in de steekproef aanwezig is.

Tabel 7: Centrummaten, standaardafwijkingen, minima en maxima

Variabele	Mediaan	Gemiddelde	Std. dev.	Minimum	Maximum
Schgr	0,0625557	0,2017003	0,2752389	0	0,9932611
Eigendomsconcentratie	1	0,9442149	0,2297438	0	1
ROA	0,25	0,9815615	2,78663	-4,411765	40,12975
ROE	0,3478637	1,681805	9,527905	-20,8745	194,6761
OW	0,7443581	0,6716962	0,296952	0,0123394	1
Leeftijd	14	16,14876	11,57255	1	57
BT	62.263,5	571.109,3	1.930.253	325	23.811.223
WN	3	11,28512	25,25664	1	193
VK	127.541	1.264.441	4.927.161	572	6.201.981

In tabel 8 wordt voor de familiebedrijven in de steekproef de determinant 'verspreiding van de eigendom' weergegeven. De overgrote meerderheid bevindt zich in de fase van de 'controlerende eigenaar'. Een opsplitsing van de schuldgraad naar de twee fasen van verspreiding laat zien dat de schuldgraad niet opmerkelijk verschilt naargelang de verspreiding van de eigendom voor de eerste definitie (zie tabel 9). Wanneer de tweede, strengere definitie gehanteerd wordt, blijkt dat de bedrijven in de fase 'controlerende eigenaar' een hogere gemiddelde schuldgraad hebben.

Tabel 8: Verspreiding van de eigendom

	FB1	FB2
Eigendomsconcentratie		
Controlerende eigenaar	93,95%	93,27%
Brussen & Nevichten	6,05%	5,73%
Totaal	100,00%	100,00%

Tabel 9: Gemiddelde schuldgraad naargelang verspreiding eigendom

	Gemiddelde schuldgraad	
	FB1	FB2
Eigendomsconcentratie		
Controlerende eigenaar	0,1927943	0,1913580
Brussen & Nevichten	0,1941979	0,1787779

In de onderstaande tabel wordt een overzicht gegeven van de gemiddeldes van de overige determinanten, uitgesplitst naar familiebedrijven en niet-familiebedrijven. De afhankelijke variabele van dit onderzoek, de schuldgraad, wordt eveneens vergeleken. In de tabel is te zien dat familiebedrijven opmerkelijk verschillen van niet-familiebedrijven inzake hun schuldgraad (19% versus 30%). Voor de andere variabelen zijn er op het eerste zicht eveneens verschillen op te merken. Familiebedrijven hebben een hogere onderpandwaarde (67% versus 61%) dan hun niet-familiale tegenhangers. De proxies voor interne middelen, ROA en ROE, blijken ook verschillend te zijn voor familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Het ziet er naar uit dat de familiebedrijven in de steekproef winstgevender zijn dan de niet-familiebedrijven. Verder zijn de verkoopopbrengsten van familiebedrijven ongeveer 1/3 van deze van niet-familiebedrijven ($\pm \$1.118.500$ versus $\pm \$2.977.320$). Daarnaast zijn ook de andere proxies van de ondernemingsgrootte (balanstotaal en

aantal werknemers) beduidend kleiner voor familiebedrijven. Opvallend is tevens dat bij de leeftijd de gebruikte definitie een rol speelt voor het bepalen van de oudste groep van ondernemingen. Wanneer we gebruikmaken van de eerste definitie zijn de familiebedrijven gemiddeld ouder dan de niet-familiebedrijven, terwijl dit voor de tweede definitie omgekeerd is.

Tabel 10: Gemiddelde waarden

Variabele	FB1		FB2	
	FB	NFB	FB	NFB
Schgr	0,1928793	0,3052309	0,1906374	0,2654333
ROA	1,009224	0,6568927	1,038413	0,6498638
ROE	1,764548	0,7106639	1,822955	0,7681297
OW	0,6768841	0,6108073	0,6833102	0,5902363
Leeftijd	16,41256	13,05263	15,97852	17,52381
BT	549.315,7	826.897,5	478.647,1	1.120.491
WN	10,06726	25,57895	9,310263	21,47619
VK	1.118.500	2.977.320	996.873,7	2.678.275

6.1.3 Correlatiematrices

Aan de hand van correlatie kan de sterkte en de richting van het verband tussen twee variabelen weergegeven worden. De correlatie kan aan de hand van twee methoden berekend worden. De eerste methode is de Pearson correlatie, die toegepast kan worden wanneer de variabele normaal verdeeld is. De tweede methode is de Spearman's rangcorrelatie, die niet vereist dat de variabele normaal verdeeld is.

Tabellen 11 en 12 geven de Pearson en Spearman's correlatiecoëfficiënten tussen de voornaamste variabelen weer voor familiebedrijven (FB1). Wetende dat de gebruikte significantieniveaus 5% en 10% zijn, zijn er verschillende significante correlatiecoëfficiënten. Een aantal van deze coëfficiënten worden hieronder besproken.

- Zoals verwacht bestaan er positieve verbanden tussen de schuldgraad van familiebedrijven en de proxies van de grootte, namelijk het balanstotaal, het aantal werknemers en de verkoopopbrengsten. Dit ondersteunt hypothese 5 dat grote familiebedrijven een hoger schuldniveau hebben.
- Op basis van de correlatiecoëfficiënt tussen de schuldgraad en de leeftijd in tabel 11 lijkt er geenszins een verband te bestaan tussen deze twee variabelen, daar de significantie 0,9611 is. Wanneer de correlatiecoëfficiënt van Spearman gebruikt wordt (zie tabel 11), lijkt er echter op het 15%-niveau een verband te zijn tussen de schuldgraad en de leeftijd. De significantie is hier 0,1494.
- Tabel 12 toont een positief verband aan tussen de proxies van interne middelen (ROA en ROE) en de verspreiding van de eigendom. Dit geeft aan dat ondernemingen in de fase 'controleerende eigenaar' winstgevender lijken te zijn dan ondernemingen waarvan de eigendom reeds verspreid is over de volgende generaties.
- De proxies van de variabele interne middelen geven tegenstrijdige resultaten. Het negatief verband tussen de ROA en de schuldgraad ondersteunt de verwachtte negatieve relatie tussen deze twee variabelen in hypothese 2. De ROE geeft een omgekeerd verband aan (zie tabel 11). Een mogelijke verklaring hiervoor is terug

te vinden in het fundamentele verschil tussen ROA en ROE. In een onderneming zonder schulden zijn de ROA en de ROE gelijk aan elkaar. Wanneer een onderneming echter schulden aangaat, wordt de noemer van de ROA (activa) groter, terwijl de noemer van de ROE (eigen vermogen) kleiner wordt. Hierdoor is de ROE hoger dan de ROA. Schulden verhogen dus de ROE in verhouding met de ROA. Vandaar dat er een positief verband gevonden wordt tussen de ROE en de schuldgraad en een omgekeerd verband voor de ROA (McClure, z.d.). In een studie van Harris en Helfat (1997) argumenteren zij ook pro ROA, daar bedrijven verschillende percentages van hun totale activa als equity hebben.

- Het negatieve verband tussen de schuldgraad van familiebedrijven en de onderpandwaarde biedt geen ondersteuning voor hypothese 3. De correlatiecoëfficiënten van de onderpandwaarde wijzen tevens op een negatief verband tussen de onderpandwaarde en de leeftijd en de grootte van de onderneming.
- De leeftijd blijkt een positieve invloed te hebben op de ondernemingsgrootte.

De correlatiecoëfficiënten voor de niet-familiebedrijven zijn terug te vinden in tabellen 13 en 14. Hierin zijn slechts enkele significante verbanden terug te vinden. De schuldgraad van niet-familiebedrijven lijkt enkel beïnvloed te worden door het aantal werknemers.

In bijlage 2 worden dezelfde correlatietabellen herberekend aan de hand van de tweede definitie van familiebedrijven, met andere woorden op basis van de variabele FB2.

Tabel 11: Correlatiematrix (Pearson) voor familiebedrijven

	Schgr	Eigendoms- concentratie	ROA	ROE	OW	InLeeftijd	InBT	InWN	InVK
Schgr	1								
Eigendoms- concentratie	-0,0013 0,9789	1							
ROA	-0,1029 0,0297**	0,0659 0,1647	1						
ROE	0,1581 0,0008**	0,0380 0,4229	0,3391 0,0000**	1					
OW	-0,1383 0,0034**	0,1027 0,0300**	0,1472 0,0018**	0,1031 0,0294**	1				
InLeeftijd	-0,0023 0,9611	-0,1156 0,0146	0,0229 0,6300	-0,0145 0,7599	-0,0992 0,0362**	1			
InBT	0,2735 0,0000**	-0,1835 0,0001**	-0,2761 0,0000**	-0,1309 0,0056**	-0,4295 0,0000**	0,3184 0,0000**	1		
InWN	0,2536 0,0000**	-0,1428 0,0025**	-0,1055 0,0259**	-0,0559 0,2384	-0,2761 0,0000**	0,2549 0,0000**	0,6751 0,0000**	1	
InVK	0,3155 0,0000**	-0,1463 0,0020**	-0,0103 0,8285	-0,0056 0,9066	-0,3106 0,0000**	0,2883 0,0000**	0,7596 0,0000**	0,7476 0,0000**	1

Noot: De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Correlatie is significant op het 10%-niveau

** Correlatie is significant op het 5%-niveau

Tabel 12: Correlatiematrix (Spearman) voor familiebedrijven

	Schgr	Eigendoms- concentratie	ROA	ROE	OW	InLeeftijd	InBT	InWN	InVK
Schgr	1								
Eigendoms- concentratie	-0,0449 0,3440	1							
ROA	-0,1338 0,0047**	0,0935 0,0483**	1						
ROE	-0,0071 0,8810	0,1033 0,0292**	0,9742 0,0000**	1					
OW	-0,2167 0,0000**	0,1064 0,0246**	0,1672 0,0004**	0,1527 0,0012**	1				
InLeeftijd	0,0684 0,1494	-0,1078 0,0228**	0,0072 0,8795	0,0019 0,9681	-0,1382 0,0035**	1			
InBT	0,3803 0,0000**	-0,1860 0,0001**	-0,3220 0,0000**	-0,2959 0,0000**	-0,4455 0,0000**	0,3218 0,0000**	1		
InWN	0,3184 0,0000**	-0,0979 0,0387**	-0,1570 0,0009**	-0,1335 0,0047**	-0,2569 0,0000**	0,2792 0,0000**	0,6027 0,0000**	1	
InVK	0,4051 0,0000**	-0,1329 0,0049**	0,0555 0,2425	0,0868 0,0669*	-0,3006 0,0000**	0,2896 0,0000**	0,7115 0,0000**	0,7245 0,0000**	1

Noot: De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

*Correlatie is significant op het 10%-niveau

**Correlatie is significant op het 5%-niveau

Tabel 13: Correlatiematrix (Pearson) voor niet-familiebedrijven

	Schgr	Eigendomsconcentratie	ROA	ROE	OW	InLeeftijd	InBT	InWN	InVK
Schgr	1								
Eigendomsconcentratie	-	1							
ROA	-0,1613 0,3332		1						
ROE	-0,1133 0,4984		0,5469 0,0004**	1					
OW	0,0047 0,9775		0,0936 0,5760	-0,0904 0,5894	1				
InLeeftijd	-0,0601 0,7199		0,0355 0,8324	0,3458 0,0334**	0,1594 0,3391	1			
InBT	0,2237 0,1771		-0,2798 0,0888*	0,0101 0,9521	-0,3301 0,0430	0,0429 0,7980	1		
InWN	0,3277 0,0446**		-0,1074 0,5210	0,2615 0,1127	0,0648 0,6993	0,2489 0,1318	0,5593 0,0003**	1	
InVK	0,2187 0,1871		0,0607 0,7171	0,4256 0,0077**	-0,3643 0,0245**	0,2349 0,1558	0,6418 0,0000**	0,6629 0,0000**	1

Noot: De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Correlatie is significant op het 10%-niveau

** Correlatie is significant op het 5%-niveau

Tabel 14: Correlatiematrix (Spearman) voor niet-familiebedrijven

	Schgr	Eigendomsconcentratie	ROA	ROE	OW	InLeeftijd	InBT	InWN	InVK
Schgr	1								
Eigendomsconcentratie	-	1							
ROA	-0,1154 0,4904		1						
ROE	0,1189 0,4772		0,9120 0,0000**	1					
OW	-0,1565 0,3481		-0,1289 0,4404	-0,0730 0,6631	1				
InLeeftijd	-0,0157 0,9254		-0,1386 0,4066	-0,0361 0,8299	0,2213 0,1817	1			
InBT	0,2767 0,0926*		-0,1870 0,2609	-0,1058 0,5272	-0,3647 0,0244**	-0,0105 0,9500	1		
InWN	0,2134 0,1984		-0,0166 0,9214	0,1673 0,3154	0,1226 0,4634	0,2146 0,1957	0,5252 0,0007**	1	
InVK	0,2578 0,1181		0,2562 0,1206	0,3925 0,0148**	-0,3515 0,0305**	0,0647 0,6998	0,6277 0,0000**	0,6099 0,0000**	1

Noot: De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Correlatie is significant op het 10%-niveau

** Correlatie is significant op het 5%-niveau

6.2 Regressie-analyse

6.2.1 Inleiding

In deze paragraaf wordt nagegaan of er een verband bestaat tussen de schuldgraad en de determinanten uit hoofdstuk 4. Hierbij worden ook de controlevariabelen in rekening gebracht. Belangrijk om weten is dat voor de variabelen Leeftijd en Grootte het natuurlijk logaritme gebruikt wordt in de regressies, zoals hierboven in paragraaf 5.3.2 werd toegelicht.

De regressies worden in drie delen uitgevoerd. Het eerste deel van regressies wordt gedaan met alle variabelen, behalve de variabele Familiebedrijf. De basis voor deze eerste regressie is de volgende vergelijking:

$$\text{Schuldgraad} = \beta_0 + \beta_1(\text{Eigendomsconcentratie}) + \beta_2(\text{Interne middelen}) + \beta_3(\text{Onderpandwaarde}) + \beta_4(\text{Leeftijd}) + \beta_5(\text{Grootte}) + \text{Sectordummies} + \text{Organisatiedummies}$$

In het tweede deel regressies wordt de variabele Familiebedrijf toegevoegd in de regressievergelijking als onafhankelijke dummy variabele. De gebruikte regressievergelijking is dan:

$$\text{Schuldgraad} = \beta_0 + \beta_1(\text{Familiebedrijf}) + \beta_2(\text{Eigendomsconcentratie}) + \beta_3(\text{Interne middelen}) + \beta_4(\text{Onderpandwaarde}) + \beta_5(\text{Leeftijd}) + \beta_6(\text{Grootte}) + \text{Sectordummies} + \text{Organisatiedummies}$$

Het derde deel betreft eveneens de variabele Familiebedrijf in het model, maar niet als onafhankelijke variabele. In de plaats daarvan wordt de dummy variabele Familiebedrijf als voorwaarde toegevoegd aan het regressiemodel. Dit laat ons toe een vergelijking te maken tussen familiebedrijven enerzijds, door als voorwaarde op te leggen dat Familiebedrijf de waarde 1 moet hebben, en niet-familiebedrijven anderszijds, door de waarde 0 als voorwaarde te gebruiken. Een voorbeeld van een dergelijke regressievergelijking is de volgende:

$$\text{Schuldgraad} = \beta_0 + \beta_1(\text{Eigendomsconcentratie}) + \beta_2(\text{Interne middelen}) + \beta_3(\text{Onderpandwaarde}) + \beta_4(\text{Leeftijd}) + \beta_5(\text{Grootte}) + \text{Sectorummies} + \text{Organisatieummies} \text{ if Familiebedrijf} = 1$$

De variabele Familiebedrijf kent twee proxies, namelijk FB1 en FB2, die in de voorgaande hoofdstukken reeds uitvoerig toegelicht werden. Ook de variabele interne middelen heeft twee proxies: de ROA en de ROE. Tot slot wordt de grootte van de onderneming aan de hand van drie proxies gemeten: het balanstotaal (lnBT), het aantal werknemers (lnWN) en de verkoopopbrengsten (lnVK). Voor elke regressie worden verschillende combinaties van deze proxies in rekening gebracht.

Vooraleer van start gegaan wordt met de regressie-analyse overlopen we nog eens de verwachte tekens van de coëfficiënten. Op basis van de literatuurstudie verwachten we een U-vormige relatie tussen de schuldgraad van familiebedrijven en de verspreiding van het eigendom. Onze gegevens lieten echter niet toe een duidelijk onderscheid te maken tussen de fasen 'brussen-team' en 'nevichten-netwerk', waardoor we deze fasen gehergroepeerd hebben in één fase (zie paragraaf 5.2.1). We verwachten daarom een negatief verband tussen de verspreiding van de eigendom en de schuldgraad. Verder verwachten we een positief teken bij de onderpandwaarde, de leeftijd, de grootte. Tot slot wordt een negatief teken verwacht bij de interne middelen.

6.2.2 Regressieresultaten

In dit onderzoek hebben de variabelen interne middelen en grootte meerdere proxies. Om de effecten van alle mogelijke combinaties van deze proxies te onderzoeken, zullen er zes regressies uitgevoerd worden met verschillende combinaties van deze proxies. De onderstaande tabel zet deze combinaties op een rijtje.

Tabel 15: Combinaties proxies

	Proxy interne middelen	Proxy grootte
Regressie 1	ROA	lnBT
Regressie 2	ROA	lnWN
Regressie 3	ROA	lnVK
Regressie 4	ROE	lnBT
Regressie 5	ROE	lnWN
Regressie 6	ROE	lnVK

6.2.2.1 Deel 1 - Regressies zonder de variabele Familiebedrijf

Voor de eerste regressie wordt volgende regressievergelijking gebruikt:

$$\text{Schgr} = \beta_0 + \beta_1(\text{Eigendomsconcentratie}) + \beta_2(\text{ROA}) + \beta_3(\text{Onderpandwaarde}) + \beta_4(\text{lnLeeftijd}) + \beta_5(\text{lnBalanstotaal}) + \text{Sector}dummies + \text{Organisatie}dummies$$

De resultaten van deze regressie worden weergegeven in tabel 16, kolom 1. De overige regressies zijn terug te vinden in de kolommen 2 tot en met 6. In de linkerkolommen van de regressies zijn de regressiecoëfficiënten weergegeven, terwijl de rechterkolommen de significantieniveaus van de t-toetsen weergeven. De R^2 , onderaan elke regressie terug te vinden, geeft aan hoeveel procent van de variantie van de afhankelijke variabele (de schuldgraad) verklaard wordt door de onafhankelijke en controlevariabelen in het model.

Tabel 16: Regressieresultaten van de schuldgraad (1)

Regressieresultaten												
Afhankelijke variabele: schuldgraad												
	1		2		3		4		5		6	
	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.
Intercept	0,0165	0,929	0,2977	0,063*	-0,0958	0,619	-0,0323	0,863	0,3179	0,052*	-0,0415	0,830
Eigendomsconcentratie	0,0568	0,169	0,0485	0,240	0,0541	0,184	0,0528	0,193	0,0411	0,312	0,0449	0,263
Interne middelen	-0,0036	0,188	-0,0063	0,022**	-0,0094	0,003**	0,0051	0,000**	0,0046	0,000**	0,0043	0,000**
OW	-0,0131	0,783	-0,0406	0,367	-0,0144	0,744	-0,0207	0,659	-0,0596	0,176	-0,0404	0,349
InLeeftijd	-0,0239	0,125	-0,0218	0,136	-0,0282	0,055*	-0,0277	0,074*	-0,0240	0,103	-0,0288	0,053*
InGrootte	0,0266	0,002**	0,0398	0,001**	0,0349	0,000**	0,0325	0,000**	0,0429	0,000**	0,0325	0,000**
R ²	0,1427**		0,1451**		0,1599**		0,1708**		0,1659**		0,1728**	

Noot: De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Significant op het 10%-niveau

** Significant op het 5%-niveau

6.2.2.2 Deel 2 - Regressies met de variabele Familiebedrijf als onafhankelijke variabele

In deze regressies wordt de variabele Familiebedrijf toegevoegd aan de regressievergelijking als onafhankelijke variabele. Het effect van de gebruikte definitie van een familiebedrijf op de resultaten wordt eveneens onderzocht. Er worden dus in totaal 12 regressies uitgevoerd. De eerste zes hanteren de eerste definitie en zijn terug te vinden in tabel 17. De overige zes regressies, waarvan de resultaten terug te vinden zijn in bijlage 3, gebruiken de tweede definitie.

In dit deel worden regressievergelijkingen van de volgende vorm gebruikt:

$$\text{Schgr} = \beta_0 + \beta_1(\text{Familiebedrijf1}) + \beta_2(\text{Eigendomsconcentratie}) + \beta_3(\text{ROA}) + \beta_4(\text{Onderpandwaarde}) + \beta_5(\text{lnLeeftijd}) + \beta_6(\text{lnBalanstotaal}) + \text{Sector}dummies + \text{Organisatie}dummies$$

Tabel 17: Regressieresultaten van de schuldgraad (2)

Regressieresultaten												
Afhankelijke variabele: schuldgraad												
	1		2		3		4		5		6	
	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.
Intercept	0,0061	0,973	0,2841	0,062*	-0,1232	0,496	-0,0413	0,817	-0,3079	0,050**	-0,0563	0,755
FB1	0,0142	0,824	0,0271	0,666	0,0338	0,594	0,0121	0,850	0,0199	0,753	0,0187	0,772
Eigendomsconcentratie	0,0580	0,162	0,0506	0,223	0,0568	0,164	0,0538	0,186	0,0427	0,297	0,0464	0,250
Interne middelen	-0,0036	0,188	-0,0065	0,020**	-0,0097	0,002**	0,0051	0,000**	0,0046	0,000**	0,0043	0,000**
OW	-0,0131	0,783	-0,0411	0,363	-0,0145	0,742	-0,0201	0,659	-0,0600	0,175	-0,0406	0,348
InLeeftijd	-0,0243	0,120	-0,0225	0,125	-0,0291	0,047**	-0,0280	0,071*	-0,0246	0,095*	-0,0293	0,048**
InGrootte	0,0270	0,001**	0,0411	0,001**	0,0358	0,000**	0,0328	0,000**	0,0439	0,000**	0,0330	0,000**
R ²	0,1429**		0,1456**		0,1606**		0,1709**		0,1662**		0,1730**	

Noot: In deze regressies wordt de eerste definitie van een familiebedrijf gehanteerd, namelijk: een bedrijf is een familiebedrijf wanneer meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één enkele familie. De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Significant op het 10%-niveau

** Significant op het 5%-niveau

6.2.2.3 Deel 3 - Regressies met de variabele Familiebedrijf als voorwaarde

In deze regressies wordt de variabele Familiebedrijf toegevoegd aan de regressievergelijking als voorwaarde. Zoals in de vorige paragraaf wordt nu eveneens het effect van de gebruikte definitie van een familiebedrijf op de resultaten onderzocht. Er worden dus in deze paragraaf in totaal 12 regressies uitgevoerd. De eerste zes hanteren de eerste definitie en zijn terug te vinden in tabellen 18 en 19. De overige zes regressies, waarvan de resultaten terug te vinden zijn in bijlage 3, gebruiken de tweede definitie.

De regressievergelijkingen in dit deel zijn van de volgende vorm:

$$\text{Schgr} = \beta_0 + \beta_1(\text{Eigendomsconcentratie}) + \beta_2(\text{ROA}) + \beta_3(\text{Onderpandwaarde}) + \beta_4(\text{lnLeeftijd}) + \beta_5(\text{lnBalanstotaal}) + \text{Sector}dummies + \text{Organisatie}dummies + \text{Familiebedrijf1} == 1$$

Tabel 18: Regressieresultaten van de schuldgraad (3a)

Regressieresultaten met ROA als proxy voor interne middelen												
Afhankelijke variabele: schuldgraad												
	1			2			3					
	Coëf.	Sig.	NFB	Coëf.	Sig.	NFB	Coëf.	Sig.	NFB	Coëf.	Sig.	
Intercept	0,3630	0,195	-0,5985	0,222	0,6098	0,017**	-0,1071	0,622	0,2508	0,359	-1,1890	0,023
Eigendomsconcentratie	0,0534	0,198	-	-	0,0465	0,261	-	-	0,0531	0,191	-	-
Interne middelen	-0,0033	0,235	-0,0082	0,848	-0,0058	0,035**	-0,0203	0,613	-0,0086	0,005**	-0,0321	0,472
OW	-0,0222	0,640	0,1414	0,594	-0,0459	0,319	0,0181	0,940	-0,0227	0,604	0,2461	0,324
InLeeftijd	-0,0161	0,296	-0,0876	0,413	-0,0124	0,385	-0,0991	0,370	-0,0204	0,161	-0,1217	0,236
InGrootte	0,0232	0,006**	0,0370	0,351	0,0317	0,010**	0,1185	0,059*	0,0331	0,000**	0,0819	0,036**
R ²	0,1490**		0,3094		0,1477**		0,3814		0,1678**		0,3838	

Noot: In deze regressies wordt de eerste definitie van een familiebedrijf gehanteerd, namelijk: een bedrijf is een familiebedrijf wanneer meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één enkele familie. Aan de hand hiervan worden de regressieresultaten opgesplitst naar familiebedrijven (FB) en niet-familiebedrijven (NFB). De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Significant op het 10%-niveau

** Significant op het 5%-niveau

Tabel 19: Regressieresultaten van de schuldgraad (3b)

Regressieresultaten met ROE als proxy voor interne middelen												
Afhankelijke variabele: schuldgraad												
4			5			6						
Intercept	FB		NFB		FB		NFB		FB		NFB	
	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.
0,3215	0,263	-0,2043	0,731	0,6402	0,016**	-0,0929	0,682	0,3165	0,260	-1,3167	0,015**	
0,0498	0,219	-	-	0,0394	0,332	-	-	0,0438	0,273	-	-	
0,0053	0,000**	-0,0000	0,998	0,0049	0,000**	-0,0148	0,508	0,0047	0,000**	-0,0142	0,521	
OW	-0,0312	0,504	0,598	-0,0665	0,139	-0,0417	0,868	-0,0504	0,238	0,2230	0,393	
InLeeftijd	-0,0195	0,192	-0,0905	0,416	-0,0139	0,324	-0,0686	0,506	-0,0202	0,162	-0,0996	0,337
InGrootte	0,0292	0,000**	0,0379	0,0346	0,005**	0,1417	0,030**	0,0306	0,000**	0,0909	0,025**	
R ²	0,1839**		0,3084		0,1754**		0,3941		0,1886**		0,3862	

Noot: In deze regressies wordt de eerste definitie van een familiebedrijf gehanteerd, namelijk: een bedrijf is een familiebedrijf wanneer meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één enkele familie. Aan de hand hiervan worden de regressieresultaten opgesplitst naar familiebedrijven (FB) en niet-familiebedrijven (NFB). De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Significant op het 10%-niveau

** Significant op het 5%-niveau

6.2.3 Toetsing hypothesen

De VIF's van de onafhankelijke variabelen zijn allemaal kleiner dan 10, bijgevolg is er geen ernstige multicollineariteit aanwezig.

In de volgende alinea's zullen de hypothesen uit hoofdstuk 4 één voor één getest worden aan de hand van de regressieresultaten in bovenstaande tabellen. De eerste hypothese die aan bod komt is: **Er bestaat een negatief verband tussen de verspreiding van de eigendom en de schuldgraad.** Wanneer de variabele Familiebedrijf niet opgenomen wordt in de regressie levert geen enkele regressie een significant resultaat op. Dit is eveneens het geval bij de regressies in deel 2, waarbij Familiebedrijf een onafhankelijke variabele is en de regressies in deel 3, waarin Familiebedrijf als voorwaarde gesteld wordt. De variabele Eigendomsconcentratie levert dus in geen enkele regressie een significant resultaat op. Bijgevolg kan hypothese 1' niet ondersteund worden.

Vervolgens wordt hypothese 2 onderzocht: **Familiebedrijven die veel interne middelen kunnen genereren, zullen een lager schuldniveau hebben.** De resultaten zijn voor de verschillende delen van regressies gelijkaardig. In het eerste en tweede deel regressies leveren de regressies 2 en 3 met ROA als proxy voor interne middelen leveren een significant negatief resultaat op, in lijn met de vooropgestelde hypothese. De regressies 4, 5 en 6 met ROE als proxy leveren allemaal een significant resultaat op, echter in de positieve zin. In het derde deel regressies worden gelijkaardige resultaten bekomen voor familiebedrijven. Echter, voor de niet-familiebedrijven werd geen significant bewijs gevonden.

De coëfficiënten van OW zijn in geen enkele regressie significant. Er is dus geen bewijs van een verband tussen de onderpandwaarde van de activa en de schuldgraad. Hypothese 3, **het schuldniveau van familiebedrijven is positief gerelateerd aan de onderpandwaarde van de activa,** wordt dus niet ondersteund.

De volgende hypothese, **het schuldniveau van familiebedrijven is positief gerelateerd aan de leeftijd,** wordt door geen enkele regressie ondersteund. Wanneer geen onderscheid gemaakt wordt tussen familie- en niet-familiebedrijven

vinden de regressies 3, 4 en 6 een negatief verband op het significantieniveau 10%. Voor het tweede deel van regressies, met Familiebedrijf als onafhankelijke variabele, leveren de regressies 3, 4, 5 en 6 een negatief verband op. Het derde deel regressies, met de opsplitsing tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven, levert geen significante verbanden op. Dit kan wijzen op een zwakkere relatie tussen de schuldgraad en de leeftijd dat niet meer significant is wanneer de steekproef kleiner is.

Tot slot wordt de vijfde hypothese getoetst. Deze luidt als volgt: **Het schuldniveau van een familiebedrijf is positief gerelateerd aan de grootte.** Alle regressies leveren een coëfficiënt op die significant is op het 5%-niveau, onafhankelijk van de gebruikte maatstaf. Deze regressies bevestigen dat er een positieve relatie bestaat tussen de schuldgraad van familiebedrijven en de ondernemingsgrootte. Voor de niet-familiebedrijven leveren de regressies 2, 3, 5 en 6 een significant resultaat op in overeenstemming met de hypothese. Voor de niet-familiebedrijven geven de regressies met het balanstotaal als proxy geen significante resultaten. Hieruit kan besloten worden dat de vijfde hypothese geldt voor alle bedrijven in de steekproef.

Samengevat bieden de resultaten van de regressies enkel ondersteuning voor hypothese 5. Voor hypothese 2 vinden we tegenstrijdige resultaten. Over de relatie tussen de schuldgraad en de leeftijd (hypothese 4) vinden we geen significante resultaten voor familiebedrijven versus niet-familiebedrijven. Echter, voor bedrijven in het algemeen, zonder een onderscheid te maken tussen familie- en niet-familiebedrijven, vinden we een negatief verband. In bijlage 3 zijn dezelfde regressies terug te vinden, maar dan met Familiebedrijf2 als proxy in plaats van Familiebedrijf1. De resultaten van deze regressies liggen in dezelfde lijn als de hierboven beschreven regressies. Enkel voor hypothese 5 zijn er enkele verschillen op te merken voor de niet-familiebedrijven. Met de tweede definitie leveren de regressies 1, 2, 4 en 5 een significant positief verband op voor deze hypothese.

6.2.4 Bespreking resultaten

Geen enkele regressie kan de hypothese ondersteunen dat er een verband bestaat tussen de verspreiding van de eigendom en de schuldgraad. Dit kan te wijten zijn aan de samenstelling van de steekproef, want de overgrote meerderheid ($\pm 94\%$) van de bedrijven in de steekproef bevindt zich in de eerste fase van verspreiding (zie tabel 8). Met een meer gevarieerde steekproef zou er misschien wel een significant verband gevonden kunnen worden. Daarenboven was het niet mogelijk een onderscheid te maken tussen de drie fasen van verspreiding van de eigendom, omdat de gebruikte databank geen expliciet onderscheid naar generatie maakte (zie paragraaf 5.2.1). Hierdoor moest hypothese 1 hervormd worden. Uit tabel 9 van de beschrijvende statistieken bleek wel dat de gemiddelde schuldgraad iets hoger ligt in de eerste fase van verspreiding, wat overeenstemt met de argumentatie dat de controlerende eigenaar een sterke prikkel ervaart om schulden aan te gaan (zie paragraaf 4.1).

Opvallend is dat de regressies in deel 3 met ROA als proxy voor interne middelen hypothese 2 ondersteunen, terwijl de regressies met ROE als proxy een omgekeerd verband aangeven. Bij de bespreking van de correlatiematrices (zie paragraaf 6.1.3) werd reeds aangehaald dat de ROA de voorkeur krijgt (Harris & Helfat, 1997). Om die reden laten we de ROE buiten beschouwing in deze bespreking. Het gevonden verband tussen de ROA en de schuldgraad van familiebedrijven bevestigt de pecking-order benadering. In tegenstelling tot bij de familiebedrijven blijkt de beschikbaarheid van interne middelen geen determinant te zijn voor de niet-familiebedrijven, daar geen enkele regressie een significante coëfficiënt opleverde.

De steekproef was niet in staat een verband aan te tonen tussen de schuldgraad en de onderpandwaarde. In paragraaf 4.3 werd nochtans aangehaald dat de onderpandwaarde in ons land erg belangrijk is bij het aangaan van lange termijn schulden. Echter, de studie die tot deze vaststelling komt maakt geen onderscheid tussen persoonlijk onderpand en bedrijfsunderpand. Het is mogelijk dat de bedrijven in de steekproef eerder gebruik maken van persoonlijk onderpand, wat niet gemeten wordt aan de hand van de gebruikte variabele Onderpandwaarde (= vaste activa / totale activa). Steijvers, Voordeckers & Vanhoof (2008) kwamen reeds tot de conclusie dat familiebedrijven een hogere kans hebben op het geven van persoonlijk onderpand,

waardoor er misschien wel een verband gevonden kan worden tussen de schuldgraad en persoonlijk onderpand.

In tegenstelling tot het verwachte positieve verband tussen de leeftijd en de schuldgraad werd in de regressies meermaals een negatief verband gevonden. Dit verband stemt overeen met de redenering van Hall, Hutchinson en Michaelas (2004) dat oudere bedrijven reeds ingehouden winsten hebben geaccumuleerd en dus minder nood hebben aan schulden. Ook Coleman en Carsky (1999) beweren dat jongere familiebedrijven meer gebruik maken van externe financieringsmiddelen dan meer volwassen bedrijven.

Tot slot blijkt er een positief verband te bestaan tussen de grootte van de onderneming en de schuldgraad. Dit resultaat stemt overeen met dat van verschillende studies en impliceert dat grote ondernemingen makkelijker toegang hebben tot schuldfinanciering (Blanco-Mazagatos, de Quevedo-Puente, & Castrillo, 2007; Coleman & Carsky, 1999; Deloof & Verschueren, 1998; López-Gracia & Sánchez-Andujár, 2007; Romano, Tanewski, & Smyrniotis, 2000).

Als men een gelijkaardig onderzoek uitvoert met een Belgische databank zijn er een aantal dingen die in rekening gebracht moeten worden. In België werd vanaf aanslagjaar 2007 namelijk de notionele interestaftrek ingevoerd. Dit is een fictieve interestaftrek die berekend wordt op grond van het (gecorrigeerde) eigen vermogen van de vennootschap. De voornaamste doelstelling hiervan is de fiscale discriminatie tussen financiering met vreemd en eigen vermogen te verminderen. Deze discriminatie bestaat omwille van het feit dat de betaalde rente bij leningen aftrekbaar is, terwijl dividenduitkeringen voor financiering met eigen vermogen dit niet zijn (FOD Financiën). Deze maatregel kan een effect hebben op de kapitaalstructuur van Belgische bedrijven, want de aftrek wordt berekend op het gecorrigeerde eigen vermogen. Zo lijkt het waarschijnlijk dat de schuldgraad van Belgische ondernemingen die gebruik kunnen maken van deze belastingaftrek een lager schuldniveau zullen aanhouden. Of dit eveneens geldt voor familiebedrijven zal afhangen van de organisatievorm van deze bedrijven, de notionele interestaftrek is immers niet van toepassing op eenmanszaken.

In België is de overgrote meerderheid van ondernemingen een KMO (UNIZO). Om deze groep ondernemingen te ondersteunen heeft de overheid financieringsmaatregelen gecreëerd. KMO's kunnen steun aanvragen voor investeringen in opleidingen, tewerkstelling, advies, milieu... Zo is er in het Vlaams gewest de KMO-portefeuille waarmee zelfstandigen en KMO's subsidies kunnen aanvragen en projecten kunnen betalen (Vlaamse overheid). Er bestaan ook verschillende andere financieringsmogelijkheden waarop ondernemingen een beroep kunnen doen. Denk maar aan het Participatiefonds, de ParticipatieMaatschappij Vlaanderen, BAN Vlaanderen, LRM (Agentschap Ondernemen). Op die manier wordt het zoeken naar en vinden van financieringsbronnen vergemakkelijkt.

Verder kunnen er een aantal beperkingen geformuleerd worden in verband met het uitgevoerde onderzoek. De regressies van deel 3 die de eerste definitie van een familiebedrijf hanteren, hebben een hoge R^2 voor de niet-familiebedrijven (zie tabellen 18 en 19). Gezien het lage aantal significante determinanten bij deze regressies, lijkt een hoge R^2 onlogisch. Een mogelijke verklaring hiervoor kan gevonden worden in het kleine aantal niet-familiebedrijven in de steekproef. Uit tabel 4 bleek dat er slechts 38 bedrijven als niet-familiebedrijven geïdentificeerd werden aan de hand van de eerste definitie. Wanneer de tweede definitie gehanteerd wordt, is het aantal niet-familiebedrijven hoger (namelijk 63). Het probleem van een hoge R^2 komt bij deze regressies niet voor (zie bijlage 3). Opvallend bij de regressieresultaten is dat er slechts weinig significante determinanten gevonden worden voor de niet-familiebedrijven. De schaarse vertegenwoordiging van de niet-familiebedrijven in de steekproef kan hier een rol in spelen.

Uit de literatuurstudie in hoofdstuk 2 komt naar voren dat er geen eenduidigheid bestaat over wat onder een familiebedrijf verstaan kan worden. De gebruikte definitie kan daarom een invloed uitoefenen op de resultaten van het empirisch onderzoek. De NSSBF databank liet ons niet veel keuzevrijheid in het definiëren van een familiebedrijf. In deze databank werd gekozen om een bedrijf waarvan meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één enkele familie als een familiebedrijf te classificeren. Door het incorporeren van familiaal management als vereiste was het wel mogelijk om een strengere definitie te ontwikkelen, namelijk: een bedrijf is een familiebedrijf wanneer meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één enkele familie en wanneer de eigenaar eveneens de manager is.

Tot slot kunnen nog suggesties voor verder onderzoek geformuleerd worden. Dit onderzoek naar determinanten van de kapitaalstructuur kan uitgebreid worden door de persoonlijke doelstellingen van de manager of eigenaar te betrekken en na te gaan of deze een invloed hebben op de schuldgraad. Uit de literatuur komen nog andere determinanten naar voren die eveneens een invloed kunnen hebben op de kapitaalstructuur, onder meer de ondernemingsgroei en de volatiliteit van de inkomsten. Tevens kan nagegaan worden of familiebedrijven andere soorten financieringsbronnen gebruiken dan niet-familiebedrijven, of zij meer of minder onderpand moeten geven bij leningen, of ze een hogere kapitaalkost hebben... Door het maken van een onderscheid tussen korte en lange termijnschulden kan onderzocht worden of de determinanten van de schuldgraad verschillen naargelang de termijn. Tot slot is het interessant het empirisch onderzoek van deze masterproef te herhalen met een Belgische, of andere, databank en daarna de gevonden resultaten te vergelijken met deze van dit onderzoek.

Hoofdstuk 7 Conclusies

In deze masterproef werd getracht een antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag: "Wat zijn de determinanten van de kapitaalstructuur in familiebedrijven?". Om dit te kunnen doen, werden aan de hand van een literatuurstudie en een empirisch onderzoek determinanten van de kapitaalstructuur van ondernemingen bepaald en werd nagegaan of er een verschil bestaat in deze determinanten tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven.

Uit de literatuurstudie kwam naar voren dat er verschillende definities van familiebedrijven in omloop zijn, waarvan er geen enkele tot op heden een wijdverspreide acceptatie kent. In deze masterproef werd gebruik gemaakt van twee definities om de invloed van de gebruikte definitie op de resultaten na te gaan. Uit het empirisch onderzoek bleek dat een andere definitie wel degelijk tot andere resultaten kan leiden. Om de centrale onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden, werd er op zoek gegaan naar determinanten van de kapitaalstructuur. De vijf determinanten die in dit onderzoek gebruikt werden, zijn de verspreiding van de eigendom (generatie-effect), de beschikbaarheid van interne bronnen, de onderpandwaarde, de leeftijd van de onderneming en de grootte van de onderneming. Op basis hiervan werden hypothesen geformuleerd.

In de literatuur komt men tot de conclusie dat er een U-vormige relatie bestaat tussen de **verspreiding van de eigendom** (het generatie-effect) en de schuldgraad. Wegens een gebrek aan de nodige gegevens om deze U-vormige relatie te testen, werd er een negatieve relatie verwacht tussen deze twee variabelen. De steekproef was echter niet in staat deze relatie te ondersteunen, er werd geen significant verband gevonden tussen de verspreiding van de eigendom en de schuldgraad van familiebedrijven. Het verwachte verband tussen de **beschikbaarheid van interne bronnen** en de schuldgraad is negatief. Dit empirisch onderzoek ondersteunt deze bewering voor familiebedrijven en impliceert hiermee dat de pecking-order benadering van toepassing is. De beschikbaarheid van interne middelen is dus een determinant van de kapitaalstructuur van familiebedrijven. De kapitaalstructuur van de niet-familiebedrijven werd echter niet significant beïnvloed door de beschikbare

interne middelen. Over de relatie tussen de **onderpandwaarde** en de schuldgraad heerst wat onenigheid in de literatuur. Enerzijds argumenteren onderzoekers dat een onderpand het risico voor kredietverstrekkers vermindert, waardoor er dus een positief verband verwacht wordt. Anderzijds wordt beweerd dat ondernemingen met een lage onderpandwaarde meer schulden zullen aangaan om de consumptie van extralegale voordelen te verminderen. Volgens deze redenering wordt er dus een negatief verband verwacht. De steekproef was niet in staat één van deze twee beweringen te ondersteunen, waardoor de onderpandwaarde geen determinant van de kapitaalstructuur blijkt te zijn. Ook het verband tussen de **leeftijd** van de onderneming en de schuldgraad komt niet eenduidig naar voren in de literatuur. Sommige onderzoekers beweren dat oudere bedrijven reeds ingehouden winsten hebben kunnen accumuleren en dus minder nood hebben aan schuldfinanciering. Op basis van deze redenering wordt een negatief verband verwacht. Andere onderzoekers argumenteren dat oudere ondernemingen minder hinder ondervinden bij het aangaan van schulden, waardoor een positief verband verwacht wordt. Het empirisch onderzoek ondersteunde de eerste bewering, namelijk dat er een negatief verband bestaat tussen de leeftijd en de schuldgraad. Dit verband werd bevestigd voor zowel familiebedrijven als niet-familiebedrijven. De leeftijd van de onderneming is dus een determinant van de kapitaalstructuur voor beide groepen ondernemingen. Tot slot heerst er eensgezindheid over de relatie tussen de **grootte** van de onderneming en de schuldgraad, die verwacht wordt positief te zijn. De steekproef ondersteunt dit positief verband voor zowel familiebedrijven als niet-familiebedrijven.

Op basis van de bovenstaande empirische resultaten kan een antwoord geformuleerd worden op de centrale onderzoeksvraag. De determinanten van de kapitaalstructuur van familiebedrijven zijn de beschikbaarheid van interne middelen, de leeftijd van de onderneming en de grootte van de onderneming. De beschikbaarheid van interne middelen bleek geen determinant te zijn van de kapitaalstructuur van niet-familiebedrijven.

Lijst van geraadpleegde werken

Agentschap Ondernemen. (2010). *Hoe kan de overheid uw financiering makkelijker maken?* Opgevraagd op 9 mei, 2010, via http://www.vlao.be/images_sub/pdf/subsidies/Brochure%20financiering.pdf.

Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92.

Astrachan, J.H., Klein, S.B., & Smyrniotis, K.X. (2002). The F-PEC scale of family influence: a proposal for solving the family business definition problem. *Family Business Review*, 15(1), 45-58.

Barney, J.B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.

Barney, J.B., & Clark, D.N. (2007). *Resource-based theory: creating and sustaining competitive advantage*. New York: Oxford University Press.

Berger, A.N., & Udell, G.F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*, 68(3), 351-381.

Blanco-Mazagatos, V., de Quevedo-Puente, E., & Castrillo, L.A. (2007). The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: an exploratory study. *Family Business Review*, 20(3), 199-213.

Chang, C., Lee, A.C., & Lee, C.F. (2009). Determinants of capital structure choice: a structural equation modeling approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 197-213.

Chisholm, A.M., & Nielsen, K. (2009). Social capital and the resource-based view of the firm. *International Studies of Management & Organisation*, 39(2), 7-32.

Chrisman, J.J., Chua, J.H., & Litz, R.A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 28(4), 335-354.

Chua, J.H., Chrisman, J.J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behaviour. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(4), 19-39.

Chrisman, J.J., Chua, J.H., & Litz, R. (2003). A unified systems perspective of family firm performance: an extension and integration. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 467-472.

Churchill, N.C., & Hatten, K.J. (1987). Non-market based transfers of wealth and power: a research framework for family businesses. *American Journal of Small Business*, 11(3), 51-64.

Coleman, S., & Carsky, M. (1999). Sources of capital for small family-owned businesses: evidence from the national survey of small business finances. *Family Business Review*, 12(1), 73-86.

De Angelo, H., & Masulis, R.W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation, *Journal of Financial Economics*, 8(1), 5-29.

de Bos, A., & Slagter, W.J. (2007). *Financieel recht, vanuit economisch en juridisch perspectief*. Deventer: Kluwer.

Deloof, M. & Verschueren, I. (1998). De determinanten van de kapitaalstructuur van Belgische ondernemingen. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 42(2), 165-188.

Desmet, L. (2008). *50 grootste Belgische familiebedrijven doorgelicht*. Opgevraagd op 23 augustus, 2009, via <http://trends.rnews.be/nl/economie/nieuws/bedrijven/50-grootste-belgische-familiebedrijven-doorgelicht/article-1194635602266.htm>.

De Visscher, F.M., Aronoff, C.E., & Ward, J.L. (1995). *Financing transitions: managing capital and liquidity in the family business*. Marietta, GA: Family Enterprise Publishers.

Donckels, R., & Fröhlich, E. (1991). Are family businesses really different? European experiences from STRATOS. *Family Business Review*, 4(2), 149-160.

Fama, E.F., & French, K.R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.

Federale Overheidsdienst Financiën. (z.d.). *Notionele interestaftrek: uniek en innoverend belastingvoordeel in België*. Opgevraagd op 9 mei, 2010, via http://minfin.fgov.be/portail2/belinvest/downloads/nl/publications/bro_notional_interest.pdf.

Gallo, M.A., Tàpies, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: financial logic and personal preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303-318.

Gersick, K.E., Davis, J.A., Hampton, M.M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: life cycles of the family business*. Boston: Harvard Business School Press.

Grant, R.M. (1991). The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation. *California Management Review*, 33(3), 114-135.

Grossman, S.J., & Hart, O.D. (1983). Corporate financial structure and managerial incentive. *Rodney L. White Center for Financial Research Working Papers* 21-79.

Gómez-Mejía, L.R., Núñez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44(1), 81-95.

Gómez-Mejía, L.R., Haynes, K.T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K.J.L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52, 106-137.

Habbershon, T.G., & Williams, M.L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12(1), 1-26.

Hall, G.C., Hutchinson, P.J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5-6), 711-728.

Handler, W.C. (1989). Methodological issues and considerations in studying family businesses. *Family Business Review*, 2(3), 257-276.

Harris, D. & Helfat, C. (1997). Specificity of CEO human capital and compensation. *Strategic Management Journal*, 18(11), 895-920.

Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *The Economic Journal*, 105(30), 678-689.

Hitchner, J.R. (2006). *Financial valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Instituut voor het familiebedrijf. (2006). *Familiebedrijf info*. Opgevraagd op 14 augustus, 2009, via <http://www.familiebedrijf.be/info.asp>.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Kimhi, A. (1997). Intergenerational succession in small family businesses: borrowing constraints and optimal timing of succession. *Small Business Economics*, 9(4), 309-318.

Laveren, E., Engelen, P.-J., Limère, A., & Vandemaele, S. (2004). *Handboek financieel beheer*. Antwerpen-Oxford: Intersentia.

Lievens J. (2004). *Governance in het familiebedrijf*. Tielt: Lannoo.

López-Gracia, J., & Sánchez-Andujár, S. (2007). Financial structure of the family business: evidence from a group of small Spanish firms. *Family Business Review*, 20(4), 269-287.

Lubatkin, M.H., Schulze, W.S., Ling, Y., & Dino, R.N. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior*, 26, 313-330.

Mahéroul, L. (2000). The influence of going public on investment policy: an empirical study of French family-owned businesses. *Family Business Review*, 13(1), 71-79.

McClure, B. (z.d.). *ROA and ROE give clear picture of corporate health*. Opgevraagd op 7 mei, 2010, via <http://www.investopedia.com/articles/basics/05/052005.asp>.

McConaughy, D.L., & Phillips, G.M. (1999). Founders versus descendants: the profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public, founding-family-controlled firms. *Family Business Review*, 12(2), 123-132.

Miller, M.H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.

Mishra, C.S., & McConaughy, D.L. (1999). Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(4), 53-64.

Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Modigliani, F., & Miller, M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.

Myers, S.C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspective*, 15(2), 81-102.

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.

Poutziouris, P. (2001). The views of family companies on venture capital: empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, 14(3), 277-291.

Poza, E.J. (2007). *Family business*. United States: Thomson South-Western.

Poza, E.J., Hanlon, S., & Kishida, R. (2004). Does the family business interaction factor represent a resource or a cost? *Family Business Review*, 17(2), 99-118.

Romano, C.A., Tanewski, G.A., & Smyrniotis, K.X. (2000). Capital structure decision making: a model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.

Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., & Dino, R.N. (2002). Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Managerial and Decision Economics*, 23(4-5), 247-259.

Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., & Dino, R.N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of management journal*, 46(2), 179-194.

Schulze, W., Lubatkin, M., Dino, R., & Buchholtz, A. (2001). Agency relationships in family firms. *Organization Science*, 12(2), 99-116.

Shanker M.C. & Astrachan J.H. (1996). Myths and realities: family businesses' contribution to the US economy – A framework for assessing family business statistics. *Family Business Review*, 9(2), 107-123.

Sirmon, D.G., & Hitt, M.A. (2003). Managing resources: linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27(4), 339-358.

Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009). Private family ownership and the agency costs of debt. *Family Business Review*, 22(4), 333-346.

Steijvers, T., Voordeckers, W., & Vanhoof, K. (2010). Collateral, relationship lending and family firms. *Small Business Economics*, 34(3), 243-259.

Tagiuri, R., & Davis, J. (1982). Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9(2), 199-208.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.

UNIZO. (2009). *KMO's in cijfers*. Opgevraagd op 9 mei, 2010, via <http://www.unizo.be/statistieken/#KMOsincijfers>.

Van den Berghe, L.A.A., & Carchon, S. (2002). Corporate governance practices in Flemish family businesses. *Corporate Governance: an international review*, 10(3), 225 -245.

Vlaamse Overheid. (z.d.). *Subsidies en kapitaal voor bedrijven*. Opgevraagd op 9 mei, 2010, via http://www.vlaanderen.be/servlet/Satellite?c=Solution_C&cid=1090509558639&context=1141721623065---1190947070386-1190947070386-1187251344078-1090509558639&p=1186804409595&pagename=Infolijn%2FView.

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

Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2003). *Governance in het Vlaamse familiebedrijf*. Limburg: Instituut voor het Familiebedrijf.

Weimer, J., & Pape, J.C. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate Governance*, 7(2), 152-166.

Bijlagen

Bijlage 1 De F-PEC vragenlijst

Definitions

- Family is defined as a group of persons including those who are either offspring of a couple (no matter what generation) and their in-laws as well as their legally adopted children.
- Ownership means ownership of stock or company capital. When the percentage of voting rights differs from percentage of ownership, please indicate voting rights.
- Management board refers to the company board that manages or runs an entity(ies).
- Persons named through family members represent the ideas, goals, and values of the family.

Part 1: The Power Subscale

1. Please indicate the proportion of share ownership held by family and nonfamily members:

- (a) Family _____%
- (b) Nonfamily _____%

2. Are shares held in a holding company or similar entity (e.g., trust)? 1. Yes 2. No

If YES, please indicate the proportion of ownership:

- (a) Main company owned by:
- (i) direct family ownership: _____%
 - (ii) direct nonfamily: _____ ownership: _____%
 - (iii) holding company: _____%
- (b) Holding company owned by:
- (i) family ownership: _____%
 - (ii) nonfamily ownership: _____%
 - (iii) 2nd holding company : _____%
- (c) 2nd holding company owned by: (i) _____ family ownership : _____%

3. Does the business have a governance board? 1. Yes 2. No

If YES:

(a) How many board members does it comprise? _____ members

(b) How many board members are family? _____ family members

(c) How many nonfamily (external) members nominated by the family are on the board? _____ nonfamily members

4. Does the business have a management board? 1. Yes 2. No

If YES:

(a) How many persons does it comprise? _____ members

(b) How many management board members are family? _____ family members

(c) How many nonfamily board members are chosen through them? _____ nonfamily member

Definitions

- The founding generation is viewed as the 1st generation
- Active family members involve those family members who contribute substantially to the business. These individuals might hold official positions in the business as shareholders, board members or employees.

Part 2: The Experience Subscale

1. What generation owns the company? _____ generation
2. What generation(s) manage(s) the company? _____ generation
3. What generation is active on the governance board? _____ generation
4. How many family members participate actively in the business? _____ members
5. How many family members do not participate actively in the business but are interested? _____ members
6. How many family members are not (yet) interested at all? _____ members

Part 3: The Culture Subscale

Please rate the extent to which

1. Your family has influence on your business. *Not at all* *To a large extent*
1.....2.....3.....4.....5
2. Your family members share similar values. *Not at all* *To a large extent*
1.....2.....3.....4.....5
3. Your family and business share similar values. *Not at all* *To a large extent*
1.....2.....3.....4.....5

Please rate the extent to which you agree with the following statements:

4. Our family members are willing to put in a great deal of effort beyond that normally expected in order to help the family business be successful. *Strongly Disagree* *Strongly Agree*
1.....2.....3.....4.....5

- | | |
|---|---|
| 5. We support the family business in discussions with friends, employees, and other family members. | <i>Strongly Disagree</i>
1.....2.....3.....4.....5
<i>Strongly Agree</i> |
| 6. We feel loyalty to the family business. | <i>Strongly Disagree</i>
1.....2.....3.....4.....5
<i>Strongly Agree</i> |
| 7. We find that our values are compatible with those of the business. | <i>Strongly Disagree</i>
1.....2.....3.....4.....5
<i>Strongly Agree</i> |
| 8. We are proud to tell others that we are part of the family business. | <i>Strongly Disagree</i>
1.....2.....3.....4.....5
<i>Strongly Agree</i> |
| 9. There is so much to be gained by participating with the family business on a long-term basis. | <i>Strongly Disagree</i>
1.....2.....3.....4.....5
<i>Strongly Agree</i> |
| 10. We agree with the family business goals, plans and policies. | <i>Strongly Disagree</i>
1.....2.....3.....4.....5
<i>Strongly Agree</i> |
| 11. We really care about the fate of the family business. | <i>Strongly Disagree</i>
1.....2.....3.....4.....5
<i>Strongly Agree</i> |
| 12. Deciding to be involved with the family business has a positive influence on my life. | <i>Strongly Disagree</i>
1.....2.....3.....4.....5
<i>Strongly Agree</i> |
| 13. I understand and support my family's decisions regarding the future of the family business. | <i>Strongly Disagree</i>
1.....2.....3.....4.....5
<i>Strongly Disagree</i>
1.....2.....3.....4.....5
<i>Strongly Agree</i> |

Bijlage 2 Alternatieve correlatiematrix (FB2)

Correlatiematrix (Pearson) voor familiebedrijven

	Schgr	Eigendomsconcentratie	ROA	ROE	OW	InLeeftijd	InBT	InWN	InVK
Schgr	1								
Eigendomsconcentratie	0,0109 0,8240	1							
ROA	-0,1043 0,0329**	0,0654 0,1813	1						
ROE	0,1608 0,0010**	0,0377 0,4412	0,3365 0,0000**	1					
OW	-0,1294 0,0080**	0,0862 0,0782*	0,1462 0,0027**	0,1055 0,0308**	1				
InLeeftijd	-0,0064 0,8960	-0,1159 0,0177**	0,0285 0,5606	-0,0103 0,8330	-0,0699 0,1531	1			
InBT	0,2716 0,0000**	-0,1702 0,0005**	-0,2824 0,0000**	-0,1324 0,0066**	-0,4151 0,0000**	0,2973 0,0000**	1		
InWN	0,2580 0,0000**	-0,1271 0,0092**	-0,1010 0,0387**	-0,0531 0,2780	-0,2483 0,0000**	0,2446 0,0000**	0,6538 0,0000**	1	
InVK	0,3226 0,0000**	-0,1283 0,0086**	-0,0144 0,7684	-0,0032 0,9476	-0,2884 0,0000**	0,2675 0,0000**	0,7442 0,0000**	0,7336 0,0000**	1

Noot: De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Correlatie is significant op het 10%-niveau

** Correlatie is significant op het 5%-niveau

Correlatiematrix (Spearman) voor familiebedrijven

	Schgr	Eigendomsconcentratie	ROA	ROE	OW	InLeeftijd	InBT	InWN	InVK
Schgr	1								
Eigendomsconcentratie	-0,0393 0,4218	1							
ROA	-0,1263 0,0097**	0,1043 0,0328**	1						
ROE	0,0011 0,9813	0,1170 0,0166**	0,9732 0,0000**	1					
OW	-0,1970 0,0000**	0,0951 0,0518*	0,1713 0,0004**	0,1597 0,0010**	1				
InLeeftijd	0,0582 0,2346	-0,1105 0,0237**	0,0112 0,8192	0,0060 0,9024	-0,1123 0,0215**	1			
InBT	0,3721 0,0000**	-0,1846 0,0001**	-0,3364 0,0000**	-0,3099 0,0000**	-0,4306 0,0000**	0,3004 0,0000**	1		
InWN	0,3152 0,0000**	-0,0953 0,0513*	-0,1611 0,0009**	-0,1376 0,0048**	-0,2297 0,0000**	0,2662 0,0000**	0,5738 0,0000**	1	
InVK	0,4066 0,0000**	-0,1291 0,0081**	0,0494 0,3129	0,0812 0,0971*	-0,2801 0,0000**	0,2681 0,0000**	0,6912 0,0000**	0,7060 0,0000**	1

Noot: De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Correlatie is significant op het 10%-niveau

** Correlatie is significant op het 5%-niveau

Correlatiematrix (Pearson) voor niet-familiebedrijven

	Schgr	Eigendomsconcentratie	ROA	ROE	OW	InLeeftijd	InBT	InWN	InVK
Schgr	1								
Eigendomsconcentratie	-	1							
ROA	-0,1305 0,3081	-	1						
ROE	-0,0819 0,5233	-	0,5964 0,0000**	1					
OW	-0,0663 0,6058	-	0,1354 0,2902	-0,0679 0,5972	1				
InLeeftijd	-0,1072 0,4030	-	-0,0140 0,9135	0,2046 0,1077	-0,0397 0,7572	1			
InBT	0,2222 0,0801*	-	-0,2023 0,1118	-0,0306 0,8118	-0,4484 0,0002*	0,2348 0,0640*	1		
InWN	0,2251 0,0762*	-	-0,0802 0,5319	0,1356 0,2894	-0,2000 0,1160	0,1963 0,1231	0,6510 0,0000**	1	
InVK	0,1541 0,2277	-	0,0933 0,4669	0,2710 0,0317	-0,4120 0,0008**	0,2312 0,0683*	0,764 0,0000**	0,7396 0,0000**	1

Noot: De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Correlatie is significant op het 10%-niveau

** Correlatie is significant op het 5%-niveau

Correlatiematrix (Spearman) voor niet-familiebedrijven

	Schgr	Eigendoms- concentratie	ROA	ROE	OW	InLeeftijd	InBT	InWN	InVK
Schgr	1								
Eigendoms- concentratie	-	-	1						
ROA	-0,1490 0,2438	-							
ROE	0,0143 0,9914	-	0,9567 0,0000**	1					
OW	-0,2493 0,0488**	-	-0,0541 0,6735	-0,0611 0,6342	1				
InLeeftijd	0,0111 0,9311	-	-0,1160 0,3652	-0,0878 0,4940	0,0177 0,8905	1			
InBT	0,3382 0,0067**	-	-0,1086 0,3970	-0,0876 0,4949	-0,4528 0,0002**	0,1955 0,1247	1		
InWN	0,2293 0,0707*	-	0,0271 0,8332	0,1119 0,3826	-0,1635 0,2004	0,1731 0,1748	0,6387 0,0000**	1	
InVK	0,2743 0,0296**	-	0,2423 0,0558*	0,3098 0,0135**	-0,4107 0,0008**	0,1271 0,3208	0,7563 0,0000**	0,7260 0,0000**	1

Noot: De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Correlatie is significant op het 10%-niveau

** Correlatie is significant op het 5%-niveau

Bijlage 3 Alternatieve tabellen multivariate analyse (FB2)

Regressies met Familiebedrijf2 als onafhankelijke variabele: resultaten												
Afhankelijke variabele: schuldgraad												
	1		2		3		4		5		6	
	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.
Intercept	0,0027	0,988	0,2871	0,062*	-0,0999	0,589	-0,0453	0,803	0,3103	0,050**	-0,0353	0,849
FB2	0,0245	0,568	0,0318	0,466	0,0348	0,428	0,0214	0,616	0,0255	0,559	0,0236	0,592
Eigendomsconcentratie	0,0562	0,177	0,0481	0,247	0,0536	0,190	0,0512	0,201	0,0404	0,323	0,0437	0,278
Interne middelen	-0,0037	0,172	-0,0066	0,018**	-0,0097	0,002**	0,0050	0,000**	0,0045	0,000**	0,0042	0,000**
OW	-0,0118	0,803	-0,0413	0,360	-0,0166	0,707	-0,0191	0,685	-0,0600	0,176	-0,0424	0,328
InLeeftid	-0,0253	0,109	-0,0225	0,127	-0,0284	0,056*	-0,0292	0,063*	-0,0248	0,096*	-0,0289	0,056*
InGrootte	0,0272	0,001**	0,0396	0,001**	0,0342	0,000**	0,0330	0,000**	0,0424	0,001**	0,0315	0,000**
R ²	0,1426**		0,1434**		0,1573**		0,1702**		0,1634**		0,1693**	

Noot: In deze regressies wordt de tweede definitie van een familiebedrijf gehanteerd, namelijk: een bedrijf is een familiebedrijf wanneer meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één enkele familie en wanneer de eigenaar eveneens de manager is. Aan de hand hiervan worden de regressieresultaten opgesplitst naar familiebedrijven (FB) en niet-familiebedrijven (NFB). De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Significant op het 10%-niveau

** Significant op het 5%-niveau

Regressieresultaten met ROA als proxy voor interne middelen en Familiebedrijf2 als voorwaarde												
Afhankelijke variabele: schuldgraad												
			1			2			3			
			NFB		FB		NFB		FB		NFB	
	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.
Intercept	0,3327	0,243	-0,3924	0,258	0,5816	0,024**	0,0585	0,731	0,2092	0,450	-0,4118	0,421
Eigendomsconcentratie	0,0670	0,129	-	-	0,0595	0,183	-	-	0,0638	0,142	-	-
Interne middelen	-0,0034	0,215	-0,0097	0,741	-0,0060	0,031**	-0,0163	0,569	-0,0088	0,004**	-0,0276	0,337
OW	-0,0152	0,758	0,0648	0,721	-0,0398	0,402	0,0089	0,954	-0,0156	0,730	0,0531	0,763
InLeeftijd	-0,0124	0,438	-0,0817	0,188	-0,0096	0,516	-0,0749	0,237	-0,0179	0,229	-0,0801	0,211
InGrootte	0,0234	0,010**	0,0446	0,057*	0,0333	0,011**	0,0766	0,066*	0,0345	0,000**	0,0416	0,242
R ²	0,1539**		0,2055		0,1536**		0,2255		0,1751**		0,1946	

Noot: In deze regressies wordt de tweede definitie van een familiebedrijf gehanteerd, namelijk: een bedrijf is een familiebedrijf wanneer meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één enkele familie en wanneer de eigenaar eveneens de manager is. Aan de hand hiervan worden de regressieresultaten opgesplitst naar familiebedrijven (FB) en niet-familiebedrijven (NFB). De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Significant op het 10%-niveau

** Significant op het 5%-niveau

Regressieresultaten met ROE als proxy voor interne middelen en Familiebedrijf2 als voorwaarde												
Afhankelijke variabele: schuldgraad												
	4			5			6					
	FB	NFB		FB	NFB		FB	NFB		FB	NFB	
	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.	Coëf.	Sig.
Intercept	0,2880	0,323	-0,0933	0,779	0,6139	0,022**	0,0491	0,776	0,2767	0,330	-0,4356	0,374
Eigendomsconcentratie	0,0621	0,147	-	-	0,0511	0,242	-	-	0,0538	0,207	-	-
Interne middelen	0,0052	0,000**	-0,0009	0,962	0,0048	0,000**	-0,0059	0,754	0,0045	0,000**	-0,0074	0,690
OW	-0,0251	0,605	0,0665	0,713	-0,0620	0,181	-0,0012	0,994	-0,0446	0,312	0,0367	0,836
InLeeftijd	-0,0164	0,289	-0,0857	0,149	-0,0115	0,428	-0,0710	0,217	-0,0179	0,224	-0,0774	0,197
InGrootte	0,0298	0,001**	0,0463	0,045**	0,0363	0,006**	0,0814	0,042**	0,0320	0,000**	0,0425	0,206
R ²	0,1886**		0,2039		0,1809**		0,2245		0,1952**		0,1866	

Noot: In deze regressies wordt de tweede definitie van een familiebedrijf gehanteerd, namelijk: een bedrijf is een familiebedrijf wanneer meer dan 50% van de aandelen in handen zijn van één enkele familie en wanneer de eigenaar eveneens de manager is. Aan de hand hiervan worden de regressieresultaten opgesplitst naar familiebedrijven (FB) en niet-familiebedrijven (NFB). De variabele Eigendomsconcentratie meet het generatie-effect.

* Significant op het 10%-niveau

** Significant op het 5%-niveau

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Kapitaalstructuurbeslissingen in familiebedrijven

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

Jaar: **2010**

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

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

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

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

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

Voor akkoord,

Bellinkx, Sofie

Datum: **28/05/2010**