

Ondernemingen en het behoud van de private eigendom

Bernd Vandersteegen

promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Woord vooraf

In het kader van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen: handelsingenieur met afstudeerrichting accountancy en financiering (optie operationeel management en logistiek) aan de Universiteit Hasselt, krijg ik in mijn laatste jaar de kans om een masterproef te schrijven. Het onderwerp dat ik voor mijn eindverhandeling heb gekozen is 'ondernemingen en het behoud van de private eigendom'.

Ik wil hier graag van de gelegenheid gebruik maken om enkele personen te bedanken voor hun begeleiding en/of medewerking gedurende dit onderzoek. Vooreerst wil ik mijn promotor Prof. dr. Wim Voordeckers bedanken voor zijn deskundige en efficiënte begeleiding om deze eindverhandeling tot een goed einde te brengen. Tenslotte dank ik mijn familie en naaste omgeving voor hun steun tijdens mijn studie.

Bernd Vandersteegen

Mei 2010

Samenvatting

België telde in december 2008, uitgezonderd de kleine zelfstandigen en bedrijven met een inactief statuut, in totaal 388.195 bedrijven, die een jaarrekening moeten neerleggen bij de nationale bank van België (Bel-first, 2009). Van deze bedrijven zijn er slechts 173, door middel van een IPO op de beurs terecht gekomen. De andere besloten privaat te blijven. Het belang van de publieke aandelenmarkten is dus eerder matig tot klein voor de Belgische economie. België valt dan ook onder te brengen in het Latijnse netwerkgeoriënteerde corporate governance system (Weimer & Pape, 1999). De belangrijkste aandeelhouders zijn voornamelijk financiële holdings, de overheid en families. Publieke eigendom impliceert aandelen die op de beurs verhandeld worden en een publieke corporate governance met een versnipperde eigendom en controle. Bedrijven in private eigendom, op hun beurt, hebben geen aandelennotering op een beurs en opereren door middel van private contracten tussen verschillende partijen. Waarom blijven private bedrijven nu privaat in België? Of anders gesteld, waarom hebben die 173 beursgenoteerde bedrijven eens de keuze gemaakt om naar de beurs te gaan? Empirische bewijzen, zeker voor België, zijn erg schaars of zelfs onbestaand. Door het geringe onderzoek naar deze topic, leek het me daarom uitermate nuttig om een beter inzicht te krijgen in de determinanten, die Belgische bedrijven doen beslissen om naar de beurs te gaan. Dit brengt ons tot de centrale onderzoeksvraag: "Welke variabelen voorspellen of een onderneming in België publiek of privaat is en zijn dus mogelijk beslissend om naar de beurs te gaan?". Deze centrale onderzoeksvraag en deelvragen worden in het eerste hoofdstuk besproken.

Vooraleer de gebruikte onderzoeksmethodologie uitgebreid wordt toegelicht in hoofdstuk twee, worden eerst een aantal begrippen duidelijk gedefinieerd. Hierbij moet opgemerkt worden dat er voor het begrip 'familiebedrijf' geen eenduidige definitie bestaat. Een uitgebreide discussie van deze problematiek komt echter later aan bod. Om mijn centrale onderzoeksvraag te ondersteunen heb ik ook drie deelvragen opgesteld, die voornamelijk aan de hand van een uitgebreide literatuurstudie worden beantwoord. Het eerste deel van mijn literatuurstudie is dan ook integraal gewijd aan deelvraag één: "Wat zijn de voor- en nadelen om privaat te blijven?".

Vooreerst moet tevens vermeld worden dat ik in mijn masterproef voornamelijk focus op grote ondernemingen, die reeds een bepaalde maturiteit hebben bereikt, in tegenstelling tot kleine opstartende bedrijven. Mogelijke voor- en nadelen, die uitsluitend betrekking hebben op deze laatste categorie bedrijven, laat ik dus buiten beschouwing. De bestaande theoretische en empirische literatuur werpt een hele waaier van mogelijke voor- en nadelen op, waarom bedrijven mogelijk privaat willen blijven.

Samengevat blijken 'private controlevoordelen' de belangrijkste determinant voor bedrijven om de private eigendom te behouden, terwijl 'het nastreven van groeimogelijkheden', 'diversificatie van het ondernemingsrisico' en 'de waarde van een publieke aandelenprijs' geïdentificeerd worden als de belangrijkste drijvers om een IPO te overwegen en/of uit te voeren.

Vervolgens behandel ik in deel twee van mijn literatuurstudie deelvraag twee: "In welke variabelen verschillen private en publieke ondernemingen, die wat omzet en sector betreffen, ongeveer hetzelfde zijn?". Merk op dat deze deelvraag wel erg dicht aanleunt bij mijn centrale onderzoeksvraag. De betrachting hiervan is echter om de bestaande verschillen buiten de Belgische landsgrenzen te documenteren. Uit een Amerikaanse studie van Helwege & Packer (2005) en een Duitse studie van Fischer (2000) blijkt dat er wel degelijk significante verschillen bestaan tussen private en publieke ondernemingen. Zo komt onder meer naar voren dat publieke bedrijven meer R&D- en kapitaaluitgaven en tevens een hogere markt/boekwaarde hebben. Verder blijkt dat private ondernemingen minder verschillende aandeelhouders hebben en bovendien minder dividenden uitkeren. Er bestaan echter ook discrepanties tussen beide studies, wat logisch is aangezien Duitse bedrijven in een heel ander economisch, politiek en cultureel klimaat opereren dan de Amerikaanse bedrijven. Resultaten van een bepaalde studie kunnen dus niet zomaar veralgemeend worden, hetgeen de waarde van mijn onderzoek nogmaals benadrukt.

In het derde en laatste deel van mijn literatuuronderzoek behandel ik op een theoretische manier mijn laatste deelvraag: "Speelt de familiale factor een belangrijke rol in de beslissing om privaat te blijven of naar de beurs te gaan?". Familiebedrijven vormen een belangrijk onderdeel van de Belgische bedrijfswereld. Meer bepaald zijn 70% van de Belgische ondernemingen familiebedrijven en samen zijn ze goed voor ongeveer 55% van het bruto nationaal product. Het leek dan ook wel uitermate nuttig om deze categorie bedrijven in het bijzonder onder de loep te nemen. Daar het begrip familiebedrijf zeer moeilijk eenduidig te bespreken is, heb ik vooreerst hier een grondige discussie over gevoerd. Vervolgens heb ik getracht om een antwoord te formuleren op deze deelvraag. De literatuur werpt hoofdzakelijk drie theorieën op, die deze problematiek verder toelichten. Zo worden achtereenvolgens de resource based view theory, de stewardship theory en de agency theory besproken en gekoppeld aan bovenstaande topic. Hieruit blijkt dat de familiale factor wel degelijk een rol speelt. Familiebedrijven kunnen zowel voor- als nadelen ondervinden, wanneer ze een IPO doen. Al kan het gewicht van deze voor- en nadelen moeilijk ingeschat worden.

Aan de hand van de literatuurstudie heb ik vervolgens een aantal hypothesen opgesteld, die mij moeten toelaten om de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden. In mijn empirische studie tracht ik deze hypothesen eerst aan de hand van een analyse per variabele en daarna door middel van een logit regressie te testen.

Daartoe heb ik wel eerst data van verschillende variabelen verzameld voor zowel een steekproef publieke als een even grote steekproef private ondernemingen. Om de grootte van de steekproef te bepalen, ben ik vertrokken van de populatie Belgische beursgenoteerde ondernemingen (173) en heb ik daar de financiële instellingen en holdings, vastgoedbedrijven en nutsvoorzieningen uitgefilterd waardoor de grootte van mijn steekproef publieke ondernemingen uit 104 observaties bestaat. Hierna heb ik voor elk overgehouden publiek bedrijf een privaat bedrijf gezocht dat wat omzet en activiteiten betreft zo goed mogelijk overeenkomt. De totale steekproef bestaat dus uit 208 ondernemingen.

Hoewel het aantal familiebedrijven in mijn steekproef private bedrijven, met 33,7 procent veel hoger ligt dan het aantal familiebedrijven in de steekproef beursgenoteerde ondernemingen (16,3%), is er toch geen significant bewijs, dat Belgische familiebedrijven eerder privaat blijven. Mogelijk komt dit doordat ik gewerkt heb met een matched steekproef van private ondernemingen, die mogelijk niet helemaal representatief is voor de totale populatie Belgische private bedrijven.

Vervolgens heb ik ook empirisch onderzocht of de mate van groeimogelijkheden een rol spelen in de beslissing om naar de beurs te gaan. Enkel de variabele 'immateriële activa/totale activa' bezit significante voorspellingskracht of een Belgische onderneming al dan niet privaat of publiek is. Meer specifiek hebben de beursgenoteerde bedrijven relatief meer immateriële activa op de balans, wat aangeeft dat de R&D uitgaven relatief groter zijn en ze dus meer groeimogelijkheden bezitten dan de private bedrijven uit mijn steekproef. De andere variabelen, die duiden op de aanwezigheid van groeimogelijkheden, met name 'verkoopsgroei' en 'capex/totale activa', waren weliswaar niet significant maar kwamen met p-waarden van ongeveer 0,13 toch in de buurt van het tien procent significantieniveau. Verder hebben private Belgische bedrijven ook een hogere leverage dan beursgenoteerde ondernemingen. Hoewel de hypothese dat Belgische beursgenoteerde bedrijven meer groeimogelijkheden bezitten dan Belgische private ondernemingen dus niet globaal ondersteund wordt, duidt dit alles toch op het feit dat het nastreven van groeimogelijkheden een belangrijke beslissingsfactor is de beslissing van Belgische ondernemingen om al dan niet een IPO te doen.

Tenslotte ben ik ook empirisch nagegaan of Belgische bedrijven naar de beurs gaan om het ondernemingsrisico te diversifiëren. Omdat het ondernemingsrisico niet rechtstreeks bepaald kan worden, heb ik de relatieve immateriële activa ook gebruikt als indicator voor het ondernemingsrisico. Op basis van deze maatstaf en steekproef, gaan Belgische bedrijven dus ook naar de beurs om het ondernemingsrisico te spreiden. De variabele 'immateriële activa/totale activa' is zowel gebruikt als indicator voor de R&D uitgaven als voor het ondernemingsrisico te schatten.

Daar de literatuur over het algemeen meer bewijs heeft gevonden voor het nastreven van groeimogelijkheden dan voor de diversificatie van het ondernemingsrisico, ken ik in dit onderzoek een groter gewicht toe aan immateriële activa als maatstaf voor groeimogelijkheden. Op basis van mijn steekproef en model, gaan Belgische ondernemingen dus vooral naar de beurs om groeiopportunities te financieren.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	
Samenvatting	
Inhoudsopgave	

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en centrale onderzoeksvraag - 1 -

1.1 Praktijkprobleem	- 1 -
1.2 Kennisprobleem en centrale onderzoeksvraag.....	- 3 -
1.2.1 Deelvragen	- 4 -
1.3 Definities.....	- 5 -

Hoofdstuk 2: Onderzoeksmethodiek - 7 -

2.1 Onderzoekseenheden.....	- 7 -
2.2 Onderzoeksaanpak	- 7 -
2.2.1 Literatuurstudie	- 7 -
2.2.2 Empirische studie	- 9 -
2.2.2.1 Steekproeftrekking.....	- 9 -
2.2.2.2 Crossectionele analyse.....	- 12 -

Hoofdstuk 3: Literatuurstudie..... - 14 -

3.1 De voor- en nadelen van een private onderneming	- 14 -
3.1.1 Private controle voordelen	- 14 -
3.1.2 Groeimogelijkheden	- 20 -
3.1.3 Diversificatie en het uitbreiden van de aandeelhoudersbasis.....	- 24 -
3.1.4 De waarde van een publieke aandelenprijs.....	- 28 -

3.2 De verschillen tussen private en publieke ondernemingen	- 32 -
3.2.1 Verschillen tussen private en publieke bedrijven	- 32 -
3.2.2 Voorspellingskracht van de variabelen	- 36 -
3.3 Invloed van de familiale factor in de keuze privaat versus publiek	- 41 -
3.3.1 Definiëren van het begrip familiebedrijf	- 41 -
3.3.1.1 De literatuur over de definitie van familiebedrijven	- 41 -
3.3.1.2 Problemen om het begrip familiebedrijf te definiëren	- 44 -
3.3.1.3 Een theoretische definitie van het begrip familiebedrijf	- 45 -
3.3.2 Invloed van de familiale factor op de keuze privaat versus publiek	- 46 -
3.3.2.1 De resource based view	- 47 -
3.3.2.2 De stewardship theory	- 51 -
3.3.2.3 De agency theory	- 52 -
3.3.2.4 Relatieve prestaties van publieke familiebedrijven	- 55 -
Hoofdstuk 4: Empirische studie	- 60 -
4.1 Hypothesen	- 60 -
4.2 Model en variabelen	- 62 -
4.2.1 Model	- 62 -
4.2.2 Variabelen	- 62 -
4.2.2.1 Verklarende variabelen	- 63 -
4.2.2.2 Controlevariabelen	- 66 -
4.3 Analyse	- 67 -
4.3.1 Karakteristieken van de private en publieke steekproef	- 67 -
4.3.2 Logit schattingen van de waarschijnlijkheid een private versus publieke onderneming te zijn	- 73 -

Hoofdstuk 5: Conclusies - 82 -

Lijst van figuren

Lijst van tabellen

Lijst van geraadpleegde werken

Bijlagen

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en centrale onderzoeksvraag

1.1 Praktijkprobleem

België telde in december 2008, uitgezonderd de kleine zelfstandigen en bedrijven met een inactief statuut, in totaal 388.195 bedrijven, die een jaarrekening moeten neerleggen bij de nationale bank van België. Van deze bedrijven zijn er 174, door middel van een IPO op de beurs terecht gekomen. De andere besloten privaat te blijven. Deze cijfers worden in onderstaande tabel weergegeven.

Tabel 1: Ondernemingen in België

<i>Privaat</i>	<i>Publiek</i>
388.021	173

Bron: Eigen verwerking gegevens Bel-first, dec. 2008

Door de afgelopen financiële crisis staat het huidig aantal beursintroductions op een laag pitje. Een studie van Ernst & Young (2009) wees uit dat er slechts 15 beursintroductions plaatsvonden in de eerste jaarhelft van 2009. Op de Euronext Brussel gebeurde er zelfs geen enkele (De Tijd, 8 juli 2009). Volgens Baudouin De Cannière, de directeur noteringen van de Brusselse beurs, komt hier ook pas in 2010 terug verandering in. Zoals reeds gesteld werd, speelt de economische crisis hier een erg grote rol in. Doch besluiten ook veel bedrijven in tijde van economische floratie, hun private status te behouden en worden sommige bedrijven zelfs terug geprivatiseerd.

Waarom blijven private bedrijven nu privaat? Of anders gesteld, waarom besluiten ondernemingen om naar de beurs te gaan? Empirische bewijzen rond deze problematiek zijn erg schaars. Tot het begin van de jaren '80 werd de beslissing om naar de beurs te gaan gewoon beschouwd als een verdere fase in het groeiproces van een onderneming. De boom in de private equity markt van de laatste jaren heeft weinig gedaan om de perceptie van een bedrijfslevenscyclus, die eindigt met een IPO, te verjagen. Private equity kapitaal oversteeg alleen in Europa en de Verenigde staten, reeds de kaap van 250 miljard dollar in 2005 (Bank for international Settlements, 2007) en bereikte zelfs al de kaap van 500 miljard dollar in 2006 (Acharya et al., 2007). Ondanks de gestegen beschikbaarheid van financieringsbronnen om de eigendomstructuren van bedrijven te veranderen, wensen sommige private bedrijven toch privaat te blijven. Wat zijn hier de verklaringen voor? De meeste bestaande modellen (Pagano, 1993; Ritter, 1987;...) gaan uit van een traditionele kosten-baten-analyse om deze keuze te verklaren.

Publieke eigendom impliceert aandelen die op de beurs verhandeld worden en een publieke corporate governance met versnipperde eigendom en controle. Bedrijven in privaat eigendom, op hun beurt, hebben geen aandelennotering op een beurs en opereren door middel van private contracten tussen verschillende partijen. Typische kenmerken voor private bedrijven zijn geconcentreerd aandeelhouderschap en controle. Volgens Boot et al. (2006) verschillen publieke en private bedrijven dan ook over twee dimensies: namelijk de mate van investeerders liquiditeit en de allocatie van controle tussen de managers en de investeerders.

Uit een empirische studie van Helwege & Packer (2005) bij 181 private bedrijven in de USA, kwam naar voren dat het bestaan van private voordelen van controle, de voornaamste motivatie is om de private status te waarborgen. Uit voorgaand onderzoek bleek verder ook dat bedrijven niet naar de beurs gaan om het aandeelhouderschap te diversifiëren. Hun steekproef bestond namelijk al uit heel wat private bedrijven met een gediversifieerd aandeelhouderschap. Dit staat in scherp contrast met een studie van Bodnaruk et al. (2008) bij een steekproef Zweedse private ondernemingen. Deze toonde namelijk empirisch aan dat de behoefte aan diversificatie van de aandeelhouders wel dé motivatie is om de stap naar de beurs te zetten.

Verder, zoals beschreven in Myers (1977), zouden bedrijven, die door te veel schulden een aantal projecten met een positieve NPV niet kunnen uitvoeren, ook geneigd zijn om nieuw kapitaal aan te trekken (hetgeen makkelijk gedaan kan worden met een IPO). Fisher (2000) toonde bij een onderzoek naar de IPO activiteiten van Duitse bedrijven in de tweede helft van de jaren '90 aan dat dit daadwerkelijk een belangrijke determinant is in de beslissing om al dan niet naar de beurs te gaan. Verder zou ook de kapitaalkost bij het aantrekken van nieuw kapitaal dalen wanneer bedrijven op de beurs genoteerd worden omdat aandelenprijzen waardevolle en beslissingsrelevante informatie bieden aan bedrijven en managers (Allen en Gale, 1999).

Bedrijven in België blijven misschien ook privaat omdat ze dan in bepaalde gevallen minder informatie moeten prijsgeven over hun activiteiten en winsten. Ondernemingen die op de beurs genoteerd staan dienen immers altijd een volledige jaarrekening neer te leggen bij de nationale bank. Voorgaande determinanten kunnen allemaal een rol spelen in de beslissing privaat of publiek, maar welke zijn nu van toepassing voor de ondernemingen in België?

Uit een Amerikaanse studie van Helwege en Packer (2005) kwam, zoals vooraf reeds werd aangehaald, naar voren dat het behoud van controlerechten een belangrijke factor is om privaat te blijven. Ze tonen echter ook aan dat dit niet hoeft gepaard te gaan met inefficiëntie.

Familiebedrijven uit hun steekproef van private ondernemingen in de USA blijken namelijk op geen enkel vlak minder goed te presteren dan private firma's, die bijvoorbeeld gecontroleerd worden door venture capitalists of private equity investors.

Dit werd ook al aangetoond door Anderson & Reeb (2003). Familiebedrijven vormen een belangrijk onderdeel van de Belgische bedrijfswereld. Meer bepaald zijn 70% van de Belgische ondernemingen familiebedrijven volgens de internationale onderzoeksorganisatie International Family Enterprise Research Academy (IFERA) en samen zijn ze goed voor ongeveer 55% van het bruto nationaal product. Het leek me dan ook uitermate nuttig om deze categorie van bedrijven in het bijzonder onder de loep te nemen.

1.2 Kennisprobleem en centrale onderzoeksvraag

In voorgaande sectie werden reeds een aantal mogelijke determinanten aangehaald waarom bedrijven al dan niet privaat blijven. In België is hier echter nog maar weinig onderzoek naar gebeurd. Philip Gielen, algemeen directeur van het familiebedrijf Gielen containerservice NV, werpt het behoud van controle en het efficiënt en snel kunnen nemen van beslissingen op als belangrijkste factoren waarom hun bedrijf voorlopig privaat is gebleven. Maar wat zijn de algemene determinanten? Door het geringe onderzoek dat rond deze topic is gedaan, lijkt het me daarom bijzonder nuttig om de private ondernemingen eens onder de loep te nemen en te vergelijken met een steekproef publieke bedrijven, die wat omzet en sector betreft, ongeveer overeenkomen. De bedoeling is om private en publieke ondernemingen in België te vergelijken op een aantal factoren zoals leeftijd, totale activa, winst, capital expenditures enz. en vervolgens na te gaan welke variabelen voorspellen of een onderneming al dan niet publiek of privaat is. Deze variabelen zijn mogelijk beslissend in de keuze privaat versus publiek. De centrale onderzoeksvraag luidt daarom als volgt:

Welke variabelen voorspellen in België of een bedrijf al dan niet publiek of privaat is en zijn dus mogelijk beslissend in de keuze om privaat te blijven?

Omdat deze vraag echter moeilijk eenduidig te beantwoorden is, besluit ik verder enkele deelvragen op te stellen, die het antwoord op de centrale onderzoeksvraag verder verduidelijken en uitdiepen. Deze deelvragen worden hieronder weergegeven.

1.2.1 Deelvragen

- 1.** Wat zijn de **voor- en nadelen** om **privaat** te blijven?

- 2.** In **welke variabelen verschillen private ondernemingen** en **publieke ondernemingen**, die wat omzet en sector betreft ongeveer hetzelfde zijn?

- 3.** Speelt de **familiale factor** een belangrijke **rol in de beslissing** om **privaat te blijven of naar de beurs te gaan**?

1.3 Definities

Doorheen dit werkstuk komen regelmatig een aantal begrippen en vaktermen terug. Hoewel de betekenis van deze termen doorheen de paper wel duidelijk wordt, geef ik hieronder toch een aantal definities om het lezen reeds te vergemakkelijken.

Private onderneming:

Doorheen deze paper wordt regelmatig de term "private onderneming" gebruikt. Met een private onderneming wordt een onderneming bedoeld, die niet gefinancierd wordt met publiek vermogen en dus niet op de beurs genoteerd staat. Een private onderneming dient echter niet gecontroleerd te worden door een familie. Private ondernemingen kunnen ook in handen zijn van private equity investors, venture capitalists enz.

Familiebedrijf:

De literatuur blijft moeilijkheden ondervinden om het begrip familiebedrijf eenduidig te definiëren. Chua, Chrisman & Sharma P. (1999) hebben 250 papers bestudeerd, die over dit onderwerp zijn verschenen in de betreffende vakliteratuur. Ze concluderen dat men een familiebedrijf niet kan onderscheiden van andere bedrijven door enkel te kijken naar de patronen van eigendom, governance, management en opvolging. In tegenstelling tot dit, argumenteren ze dat een familiebedrijf zich van andere bedrijven onderscheidt doordat deze bedrijven een unieke visie ontwikkelen en implementeren. Met deze visie bedoelen ze een simpele notie voor een betere toekomst voor de familie, waarbij het bedrijf en de manier van zaken doen opereren als een middel om de gewenste toekomstige positie te bereiken. Op basis van hun uitgebreide literatuurstudie en eigen bevindingen stellen ze de volgende definitie voor om familiebedrijven van andere ondernemingen te onderscheiden:

Het familiebedrijf is een bedrijf dat gecontroleerd en/of gemanaged wordt met de intentie om een visie te ontwikkelen en na te streven voor het bedrijf, waarbij deze visie in stand wordt gehouden door een dominante coalitie, die op haar beurt gecontroleerd wordt door de leden van eenzelfde familie of een klein aantal families en dit op een dusdanige manier zodat het tevens mogelijk wordt om deze visie in stand te houden over verschillende generaties van de familie of families.

Meer uitleg hierover is terug te vinden in sectie 3.3.1 van dit werkstuk, waar deze problematiek uitgebreid wordt behandeld.

Publieke onderneming:

Met een publieke onderneming wordt een onderneming bedoeld, die niet privaat is. Ze maakt gebruik van publiek vermogen en staat dus op een beurs genoteerd.

Private equity:

De Jong, Roosenboom & Verwijmeren (2007) geven volgende definitie: private equity is een verzamelnaam voor investeerders, die risicodragend vermogen ter beschikking stellen aan niet-beursgenoteerde vennootschappen. Private equity wordt gebruikt voor de financiering van de groei van een niet-beursgenoteerde onderneming, verzelfstandiging van een bedrijf door het zittende management (*management buyout*), voortzetting van een bedrijf met nieuwe managers (*management buyin*, MBI), het van de beurs halen van een bedrijf (*public-to-private*), overbruggingsfinanciering, herstructurering (*turnaround*) en het financieren van startende ondernemingen (durfkapitaal ofwel *venture capital*). Onder deze ruime definitie van private equity vallen ook informele particuliere investeerders (*angel investors*).

Venture capital:

Black & Gilson (1998) definiëren *venture capital* als investeringen, gemaakt door gespecialiseerde *venture capital* organisaties, in snelgroeiende, risicovolle en dikwijls hoogtechnologische bedrijven, die kapitaal nodig hebben om hun productontwikkelingen of groei te financieren en door de aard van hun activiteiten, dit kapitaal eerder in de vorm van eigen vermogen moeten verkrijgen in tegenstelling tot schuldfinanciering.

Hoofdstuk 2: Onderzoeksmethodiek

2.1 Onderzoekseenheden

Zoals hier boven al gelezen kon worden, is de betrachting van dit onderzoek voornamelijk om na te gaan wat de voornaamste redenen en beslissingsfactoren zijn van een bedrijf om privaat te blijven. Uiteraard maken de private bedrijven in België dus deel uit van de onderzoekseenheden. Hierbij sluiten we echter wel de heel kleine bedrijven, zoals bijvoorbeeld de kleine zelfstandigen en bedrijven met een inactief statuut uit. Maar ook ondernemingsvormen zoals bijvoorbeeld holdings laten we buiten beschouwing. Om de relevantie van het onderzoek te vergroten en tevens na te gaan welke variabelen doen voorspellen of een onderneming privaat of publiek is en de keuze tussen beiden dus beïnvloeden, is het tevens noodzakelijk om de publieke bedrijven van België in het onderzoek te betrekken. De beursgenoteerde bedrijven van België behoren dus eveneens tot de eenheden van onderzoek. Algemeen kan er bijgevolg gesteld worden dat al de Belgische ondernemingen, privaat en publiek, uitgezonderd de hele kleine bedrijven en specifieke ondernemingsvormen zoals bijvoorbeeld holdings, de eenheden van dit onderzoek zijn.

2.2 Onderzoeksaanpak

Het onderzoek is opgebouwd uit twee grote delen. Vooreerst wordt er aan de hand van een uitgebreide literatuurstudie, de thematiek verkend en het reeds verschenen onderzoek dat rond de onderzoeksvragen is gedaan en gepubliceerd duidelijk gedocumenteerd. Vervolgens nemen we de proef op de som en wordt de praktijk getoetst aan de literatuur door middel van een empirische studie bij een steekproef Belgische ondernemingen.

2.2.1 Literatuurstudie

Voor het uitvoeren van de literatuurstudie gaat de aandacht uiteraard enkel naar wetenschappelijke literatuur. De hoofdbetrachting is om na te gaan welke determinanten nu bepalend zijn in de keuze van ondernemingen om privaat te blijven of al dan niet naar de beurs te gaan.

Verder wordt ook nagegaan of private en publieke bedrijven verschillen op een aantal specifieke variabelen zoals 'aantal werknemers', 'totale activa', 'leverage' enz.

Tenslotte wordt ook nagegaan of de familiale factor een belangrijke rol speelt in de beslissing om privaat te blijven of naar de beurs te gaan. Familiebedrijven vormen met 70% de grootste groep ondernemingen in België en zijn dus zeer belangrijk voor onze economie.

Concreet is het dus de bedoeling dat er aan de hand van de literatuur een antwoord geformuleerd wordt op deelvraag één, twee en drie;

1. Wat zijn de **voor- en nadelen** om **privaat** te blijven?
2. In **welke variabelen verschillen private ondernemingen** en **publieke ondernemingen**, die wat grootte en sector betreft ongeveer hetzelfde zijn?
3. Speelt de **familiale factor** een belangrijke **rol in de beslissing** om **privaat te blijven of naar de beurs te gaan**?

Om de literatuurstudie te realiseren maak ik, naast primaire bronnen, hoofdzakelijk gebruik van secundaire bronnen. Door middel van een aantal websites, bibliotheekbezoeken en interbibliothecaire bestellingen, verken ik verschillende tijdschriften, journals, boeken en andere gepubliceerde literatuur. Om deze op te sporen maak ik onder meer gebruik van volgende zoekmachines: Ebscohost, Bronco, Antilope (A to Z journals), Web of Knowledge, google scholar, enz. Door trefwoorden als private firms, initial public offering, private benefits of control, family firms, inside ownership, private equity, venture capital, private ondernemingen, familiebedrijven, private controlevoordelen, enz. in te geven, tracht ik zoveel mogelijk te weten te komen over het onderzoeksthema. Zoals vooraf reeds gezegd, maak ik ook gebruik van primaire bronnen als eindverhandelingen, papers en doctoraten. Deze vind ik voornamelijk terug op de websites van de U Hasselt (uhasselt.be) en de Katholieke Universiteit Leuven (kuleuven.be) maar ook via de reeds opgesomde zoekmachines vind ik regelmatig een relevante paper of doctoraatstudie. Tenslotte laat ik de bestaande tertiaire bronnen ook niet links liggen. Zo gebruik ik onder meer de literatuurlijsten en catalogi van wetenschappelijke bibliotheken en de bibliografieën van onderzoeken naar verwante thema's.

2.2.2 Empirische studie

2.2.2.1 Steekproeftrekking

Nadat de literatuurstudie voltooid is, is het de bedoeling dat we deze literatuur toetsten aan de praktijk. Meer bepaald wordt hier onderzocht of de vaststellingen uit de verschenen literatuur bevestigd worden en veralgemeend kunnen worden voor de Belgische ondernemingen.

Zoals vooraf reeds gezegd werd, telt België op december 2008, uitgezonderd de kleine zelfstandigen en bedrijven met een inactief statuut, in totaal 388.195 bedrijven, die een jaarrekening moeten neerleggen bij de nationale bank van België (*Bel-first*, 2009). Van deze bedrijven zijn er 173, door middel van een IPO op de beurs terecht gekomen. De andere besloten privaat te blijven. Deze cijfers worden in onderstaande tabel weergegeven.

Tabel 1: Ondernemingen in België

<i>Privaat</i>	<i>Publiek</i>
388.021	173

Bron: Eigen verwerking gegevens Bel-first, dec. 2008

Het is echter onbegonnen werk om al deze bedrijven onder de loep te nemen. Een representatieve steekproef nemen is daarom de beste oplossing. Aangezien de populatie private ondernemingen groter is dan tienduizend, is de volgende formule van toepassing om de gewenste grootte van de private steekproef te berekenen:

$$n = p\% * q\% * (z/e\%)^2 = 50*50*(1.96/5)^2 = 384$$

n= de grootte van de steekproef

p = q= 50% (50%-50% verdeling verondersteld)

z= 1.96 (normaalverdeling verondersteld met 95% betrouwbaarheid)

e= 5% (foutenmarge)

Volgens bovenstaande formule moet de steekproef private ondernemingen dus minstens 384 ondernemingen bevatten om significant te zijn op het 0,05 niveau. Daar België echter slechts 173 publieke bedrijven telt en het bovendien de bedoeling is om een aantal beursgenoteerde bedrijven te vergelijken met een gelijk aantal private bedrijven, ben ik genoodzaakt om bovenstaande werkwijze aan te passen.

Naar het voorbeeld van een Amerikaanse studie van Helwege & Packer (2005), ga ik eerst nagaan hoeveel publieke ondernemingen bruikbaar zijn voor mijn empirische studie en vervolgens de geschikte publieke ondernemingen matchen met private ondernemingen die wat omzet betreft vergelijkbaar zijn en bovendien hun bedrijfsactiviteiten ontplooiën in overeenkomende sectoren.

A. Steekproef beursgenoteerde ondernemingen

Zoals hierboven reeds gezegd werd, beginnen we met na te gaan welke van de 173 Belgische publieke bedrijven op december 2008 geschikt zijn om opgenomen te worden in mijn empirische studie. Om zowel deze selectie te maken als later de gematchede Belgische private ondernemingen te bepalen, maak ik integraal gebruik van de elektronische database *Bel-first*, die elk jaar opnieuw op DVD wordt uitgegeven door Bureau van Dijk. Doordat ik echter de nieuwste editie van *Bel-first* niet tot mijner beschikking heb, ben ik genoodzaakt gegevens te gebruiken van 2008.

Het eerste criteria dat ik gebruik om de geschikte publieke bedrijven uit de populatie te filteren is de sector. Ondernemingen, die actief zijn in de financiële -en de vastgoedsector (resp. 37 en 23 bedrijven), en ook nutsvoorzieningen (5) besluit ik niet op te nemen in mijn steekproef publieke Belgische bedrijven omdat deze sectoren erg specifiek zijn en mijn resultaten bijgevolg een vertekenend beeld zouden kunnen geven van de situatie. Om dezelfde reden verwijder ik ook holdings en topholdings. Verder laat ik ook de bedrijven, die in de loop van 2008 in vereffening of failliet zijn gegaan (2), buiten beschouwing. Na deze eerste selectie blijven er nog 106 bedrijven over. In onderstaande tabel wordt beknopt weergegeven hoeveel bedrijven, op basis van dit eerste criterium, zijn verwijderd van de populatie Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Tabel 2: Selectie publieke steekproef op basis van de sector

<i>Totale populatie publieke ondernemingen</i>	<i>173</i>
Financiële instellingen en holdings	37
Bedrijven in de vastgoedsector	23
Nutsvoorzieningen	5
Bedrijven in vereffening of failliet	2
<i>Overgebleven ondernemingen na selectie</i>	<i>106</i>

Bron: Eigen verwerking gegevens Bel-first (2009)

Zoals eerder reeds vermeld werd, ligt de focus van mijn onderzoek eerder op grote gevestigde ondernemingen met een zekere maturiteit. Het tweede criteria dat ik toepas om tot mijn uiteindelijke selectie te komen is dan ook de grootte van de ondernemingen.

Om deze grote ondernemingen te definiëren maak ik gebruik van de criteria, die de Belgische wetgeving hanteert om de publicatieverplichtingen van het bedrijf te bepalen. Vanaf 1 januari 2006 is een onderneming, volgens de Belgische wetgeving, groot indien ze minstens twee van de volgende criteria overschrijdt:

- Balanstotaal > euro 17,5 miljoen
- Netto-omzet > euro 35 miljoen
- Gemiddeld aantal werknemers > 250 mensen

Wanneer ik deze criteria echter toepas op de overgebleven 106 Belgische beursgenoteerde bedrijven, blijven er te weinig ondernemingen over opdat de studie nog relevant en significant zal zijn. Daarom besluit ik dit criterium over boord te gooien.

Wanneer er in *Bel-first* bovendien bepaalde gegevens ontbreken, die nodig zijn om mijn model toe te passen, wordt er eerst gezocht naar andere bronnen, zoals bijvoorbeeld de websites van de betreffende ondernemingen en de jaarrekeningen en jaarverslagen, die ten allen tijden online raadpleegbaar zijn op de balanscentrale van de nationale bank van België. Wanneer de nodige gegevens dan nog steeds niet gevonden zijn, consulteer ik, indien ze bestaan, de websites van de betreffende bedrijven zelf. Andere websites, die vooral gericht zijn op investeerders en beleggers, zoals *debelegger.nl*, *cash.be*, *detijd.be*, *analist.be* zijn tenslotte de laatste bron om de noodzakelijke gegevens te verkrijgen. Bedrijven, waarvan de benodigde gegevens dan nog steeds ontbreken, ben ik genoodzaakt om uit mijn steekproef te verwijderen.

Dit alles brengt ons tot de onderstaande definitie van een valide observatie voor een Belgische beursgenoteerde onderneming:

Een valide observatie (beursgenoteerde onderneming) voor deze studie is dus een Belgische beursgenoteerde onderneming, die niet actief is in de financiële of vastgoedsector, geen nutsvoorzieners of holding is en waarvan bovendien alle nodige gegevens terug te vinden zijn.

Rekeninghoudend met de definitie van een valide observatie bestaat de geschikte selectie Belgische beursgenoteerde bedrijven dus uit 104 ondernemingen. De lijst van beursgenoteerde bedrijven is samen met hun voornaamste effectenbeurs in bijlage B.1 terug te vinden.

B. Steekproef private ondernemingen

Vervolgens moeten we de steekproef van private Belgische ondernemingen bepalen om beide groepen te kunnen vergelijken. Zoals hierboven al gezegd, besluit ik naar het voorbeeld van Helwege & Packer (2005) voor elke geselecteerde beursgenoteerde onderneming met behulp van Bel-first (2009) een random gematchede private onderneming te bepalen. Zoals ook Helwege & Packer (2005) in hun Amerikaanse studie deden, gebruik ik de sector en de omzet als criteria om een zo goed mogelijke match te vinden. Voor het zoeken naar bedrijven uit dezelfde sector maak ik verder gebruik van de NACE-BEL 2008 activiteitennomenclatuur, die werd opgesteld door de Werkgroep van de Hoge Raad voor de Statistiek (FOD economie, 2008) en dewelke tevens ook beschikbaar is op Bel-first (2008). Deze code bestaat in haar meest gedetailleerde vorm uit 5 cijfers. Wanneer voor een bepaalde beursgenoteerde onderneming echter geen geschikt privaat bedrijf wordt gevonden op basis van deze 5 cijfers tellende code en een gelijkaardige omzet, wordt er gezocht naar een geschikt privaat bedrijf door de gedetailleerdheid van de NACE-BEL nomenclatuur te beperken tot 4 cijfers enz. Wanneer tenslotte blijkt dat er nog steeds geen vergelijkbaar privaat bedrijf is gevonden wordt ook aan de grenzen van de omzet gesleuteld om toch een geschikte match te vinden.

Uiteraard worden ook hier de bedrijven, waarvan noodzakelijke gegevens ontbreken, buiten beschouwing gelaten. Zo komen we vervolgens tot de volgende definitie van een valide observatie voor een Belgische private onderneming:

Een valide observatie (private onderneming) voor deze studie is dus een Belgische private onderneming, die niet actief is in de financiële of vastgoedsector, geen nutsbedrijf of holding is en waarvan bovendien alle nodige gegevens terug te vinden zijn.

De 104 random gematchede bedrijven zijn ook in bijlage B.2 terug te vinden.

2.2.2.2 Crossectionele analyse

Vooreerst wordt door middel van een univariate analyse nagegaan of de private en publieke ondernemingen in België verschillen op een aantal specifieke variabelen. Meer bepaald wordt gepoogd om een antwoord te formuleren op onderstaande deelvraag twee. Ook vergelijk ik mijn bevindingen met de conclusies uit reeds verricht onderzoek.

2. In welke variabelen verschillen private ondernemingen en publieke ondernemingen, die wat grootte en sector betreft ongeveer hetzelfde zijn?

Vervolgens bepalen we een aantal verklarende variabelen en gaan we aan de hand van een logistische regressie, de waarschijnlijkheid na of een bedrijf al dan niet privaat of publiek is. We gaan na welke variabelen significant voorspellen of een bedrijf privaat is en trachten daaruit af te leiden wat mogelijke determinanten zijn in de beslissing van Belgische ondernemingen om privaat te blijven. Meer bepaald wordt geprobeerd om aan de hand van deze analyse de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden. Deze wordt hieronder nog eens weergegeven:

Welke variabelen voorspellen in België of een bedrijf al dan niet publiek of privaat is en zijn dus mogelijk beslissend in de keuze om privaat te blijven?

Hoofdstuk 3: Literatuurstudie

3.1 De voor- en nadelen van een private onderneming

In deze sectie worden een aantal verklaringen besproken, waarom bedrijven er mogelijk voor kiezen om privaat te blijven of hun bedrijf zelfs terug te privatiseren. De bestaande theoretische literatuur over de beslissing om al dan niet publiek te gaan werpt een hele waaier aan verklaringen op, waarom bedrijven mogelijk privaat zouden willen blijven. Hierbij dient echter vermeld te worden dat vele van deze theorieën vooral gericht zijn op kleine ondernemingen, die nog niet lang geleden zijn opgericht. Daar het in dit werkstuk voornamelijk de bedoeling is om na te gaan wat de drijfveren zijn bij grote bedrijven, die hun maturiteit bijna of reeds hebben bereikt, worden deze theorieën buiten beschouwing gelaten. De belangrijkste factoren, die voor grote gevestigde bedrijven in de literatuur aangegeven worden om enerzijds privaat te blijven of anderzijds naar de beurs te gaan zijn: (1) private controlevoordelen; (2) groeiopportunities; (3) de voordelen van diversificatie; en (4) de waarde van een publieke aandelenprijs. Deze vier factoren worden hieronder vervolgens uitvoerig besproken en gestaafd met relevant, reeds verricht empirisch en theoretisch onderzoek.

3.1.1 Private controle voordelen

De meest voor de hand liggende reden waarom bedrijven graag privaat zouden willen blijven is natuurlijk het controlevoordeel dat ze op die manier behouden. Verschillende studies, die handelen over de beslissing om naar de beurs te gaan, focussen op de controlevoordelen, die toekomen aan managers, die tevens ook eigenaar van het bedrijf zijn.

Pagano et al. (1998) toonde aan dat een manager, die tevens de enige eigenaar is en al zijn rijkdom heeft geïnvesteerd in het bedrijf, voor een voldoende grote investering, financieel gezien, beter kapitaal kan aantrekken door naar de beurs te gaan in plaats van private investeerders te zoeken. Volgens hun studie is de relatieve winst, die het bedrijf maakt door naar de beurs te gaan, vergeleken met het aantrekken van privaat kapitaal gelijk aan:

$$\Delta = U_i - U_p = [G^* - G(\beta_{\max})] + c \cdot n - L \text{ met:}$$

- U_i = De kost voor het aantrekken van kapitaal via de beurs.
- U_p = De kost voor het aantrekken van kapitaal van private investeerders.

- $[G^* - G(\beta_{\max})]$ = De winst door het vermijden van *overmonitoring*, die kan ontstaan bij private financiering. Deze is gelijk aan de kost van *monitoring* wanneer publiek kapitaal wordt aangetrokken – de kost van *monitoring*, wanneer de investering privaat gefinancierd wordt (met β_{\max} het grootste procentuele aandeel dat een private externe financierder bemachtigt van de onderneming). Deze term is steeds niet-negatief aangezien de winst van *monitoring* maximaal is wanneer de onderneming naar de beurs gaat en daarom dus steeds minstens even groot is als onder private financiering.
- $c \cdot n$ = De kost van het hebben van n externe aandeelhouders voor een private onderneming.
- L = De vaste kost voor naar de beurs te gaan.

Hierbij wordt wel verondersteld dat de externe aandeelhouders geen marktmacht hebben en ze het investeringsbedrag ter beschikking stellen tegen een prijs, die enkel hun kosten vergoed. De winst, die dan geboekt wordt door het vermijden van *overmonitoring* en het hebben van weinig of geen externe private aandeelhouders, wanneer men kapitaal aantrekt via de beurs, moet afgewogen worden tegen de vaste kost, die ontstaat door naar de beurs te gaan. Deze afruilrelatie bepaalt op haar beurt dan de beslissing om al dan niet naar de beurs te gaan. Hun model geeft een aantal empirische voorspellingen. De voornaamste is het feit dat de beloning om naar de beurs te gaan een stijgende functie is van de hoeveelheid externe financiering, die wordt aangetrokken; de inefficiëntie van *monitoring*; en van de waarde van de private controlevoordelen. Hierbij vermelden ze wel dat ze een belangrijke impliciete kost, die ontstaat wanneer een onderneming beslist om naar de beurs te gaan, hebben genegeerd in de vorige analyse. Deze kost wordt veroorzaakt door het verlies aan controle over de identiteit van de andere externe aandeelhouders.

Pagano et al. (1998) stellen namelijk dat het voor private bedrijven routine is om clausules op te nemen in hun statuten, betreffende de overdracht van hun aandelen. Zo moeten transacties vaak goedgekeurd worden door de controlerende aandeelhouders of moeten aandelen eerst aangeboden worden aan bestaande aandeelhouders voordat ze verkocht kunnen worden aan buitenstaanders. Transacties van aandelen, die hier niet aan voldoen, kunnen gemakkelijk teniet gedaan worden door de andere aandeelhouders van de onderneming. Wanneer een onderneming echter beslist om naar de beurs te gaan moeten dergelijke clausules verwijderd worden uit de statuten. Aandeelhoudersgroepen kunnen wel nog steeds afspreken om geen aandelen meer te kopen of verkopen zonder elkaars toestemming maar transacties, die deze afspraken toch schaden, kunnen echter niet meer teniet gedaan worden. Bijgevolg zijn de controlerende aandeelhouders van publieke ondernemingen kwetsbaar voor nadelige veranderingen in de samenstelling van hun aandeelhouderslandschap.

In volgend voorbeeld illustreren ze waarom de controlerende aandeelhouders de overdracht van de aandelen willen limiteren. Zulke beperkingen kunnen immers gebruikt worden door de controlerende aandeelhouders om een groter deel van de *rent* te bemachtigen, die zou kunnen resulteren van toekomstige veranderingen in de belangen van de verschillende aandeelhouders.

Voorbeeld:

Op tijd $t = 0$, wordt externe financiering aangetrokken door een fractie β van de aandelen te verkopen aan een grote superviserende aandeelhouder (A) en de rest $(1 - \alpha - \beta)$ aan een deel atomistische aandeelhouders. Hierbij is α de fractie aandelen in het bezit van de initiële eigenaar. Op tijd $t = 1$, bestaat de kans dat een derde partij (B) ten tonele komt en toegang heeft tot een veel betere technologie om het beleid te superviseren. Om het simpel te houden, wordt verondersteld dat hij bekwaam is om het verlies bij de verdeling van de corporate winst te reduceren tot 0, met virtueel geen enkele kost voor hem zelf. Hij zal dan onderhandelen met de bestaande aandeelhouder A om zijn aandelen over te kopen. Hieronder wordt vervolgens geïllustreerd wat er gebeurt indien de onderneming publiek of privaat is.

De onderneming is publiek:

De controlerende aandeelhouder kan niet voorkomen dat A zijn aandelen verkoopt aan B. De gezamenlijke winst van deze transactie voor A en B is bijgevolg: $\beta D(M(\beta)) + M(\beta)$, namelijk de stijging in de waarde van de fractie aandelen β , die te wijten is aan de eliminatie van de diversie van de corporate winst, plus de besparingen van de supervisielkosten. Ze onderhandelen bilateraal over deze winst en afhankelijk van hun relatieve onderhandelingskracht zal de buitenstaander B een deel van deze winst, $\lambda > 0$, bemachtigen.

De onderneming is privaat:

De initiële ondernemer zal zijn veto stellen voor deze transactie, behalve wanneer hij gecompenseerd zal worden voor dit netto verlies, $(b - \alpha)D(M(\beta))$. Dit is namelijk het verlies van zijn private voordelen, $b D(M(\beta))$, min de winst in de waarde van zijn aandelenfractie α (met $\alpha < b$, omdat er vanuit wordt gegaan dat de investering zo groot is en de ondernemer middelen wil onttrekken van de onderneming). De private voordelen kunnen breed geïnterpreteerd worden: leidinggevende voordelen, een buitensporig salaris, een rustig leven, voordelige zakendeals met andere bedrijven waarin hij aandelen heeft, enz. De parameter b , die steeds < 1 , kan gezien worden als de waarde, die de ondernemer aan elke dollar hecht, die hij van de onderneming onttrekt. Om de transactie te laten doorgaan, zal hij dus een vergoeding vragen van ten minste dit bedrag.

Het resultaat hiervan is dat de winst van de transactie voor partijen A en B krimpt tot:

$$\beta D(M(\beta)) + M(\beta) - (b - a)D(M(\beta)) \quad (1)$$

Wanneer verondersteld wordt dat β groot is genoeg is zodat (1) positief is, is de winst voor de partijen A en B zelfs nog kleiner dan wanneer de onderneming publiek was. Er kan dus geconcludeerd worden dat de grootte van de taart, die uit de onderhandelingen resulteert, krimpt; meer bepaald zijn in deze situatie drie, in plaats van twee partijen betrokken. Men kan dus verwachten dat partij B minder *rent* haalt uit de transactie; een kleinere fractie (minder dan λ) van een kleiner stuk taart.

Uit bovenstaand model is gebleken dat B meer winst krijgt gehaald uit de transactie wanneer de onderneming publiek is. De controlerende aandeelhouder is dan echter wel slechter af. Dit kan gezien worden als een belangrijke kost, die moet meegenomen worden in de beslissing om naar de beurs te gaan. Dus hoewel het voor een grote investering, onder bovenstaande assumpties, op het eerste zicht beter is om geld aan te trekken door naar de beurs te gaan is, kan het zijn dat de private controlevoordelen deze beslissing teniet doen. Er moet echter wel opgemerkt worden dat een ondernemer nog steeds kan genieten van substantiële controlerechten, ondanks dat hij een deel van de aandelen heeft verkocht (Anderson & Reeb, 2003).

De literatuur onderscheid vaak bedrijven, waarvan de controlerende leidinggevende aandeelhouders familie gerelateerd zijn, van andere bedrijven. Bedrijven, in het bezit van de stichter(s) en/of familieleden, lijken namelijk meer waarde te hechten aan controle dan andere bedrijven. Verschillende studies gebruiken variabelen, die duiden op familiale eigendom, om de belangrijkheid van controlerechten te testen (Klasa, 2007; Boehmer & Ljungqvist, 2004).

Volgens Boot et al. (2006) verschillen publieke en private bedrijven op 2 dimensies van elkaar, namelijk op het gebied van liquiditeit van de investeerders en de allocatie van controle tussen managers en de eigenaars. Deze laatste wordt bepaald door de corporate governance structuur van de onderneming. Terwijl het algemeen geweten is dat de eerste dimensie de beslissing tussen de 2 eigendomsvormen beïnvloedt, is er bewijs dat managers/ondernemers ook aan controlekwesities een aanzienlijk gewicht toekennen. Zo hebben Brau & Fawcett (2006) in hun onderzoek bij CFO's aangetoond dat CFO's, het verlangen om de controle over het maken van de beslissingen te behouden, identificeren als de voornaamste reden om privaat te blijven.

Boot et al. (2006) hebben verder de keuze van een ondernemer onderzocht om enerzijds naar de beurs te gaan of anderzijds privaat te blijven. Hierbij gaan ze er vanuit dat de ondernemer oorspronkelijk de enige eigenaar is en na het aantrekken van externe financiering zal fungeren als eigenaar-manager.

De initiële keuze van de onderneming, betreffende de eigendomsvorm, wordt gedreven door de kosten en opbrengsten, die de ondernemer zal ervaren in zijn rol als manager en gedeeltelijke eigenaar. Dit leidinggevende perspectief over de keuze van eigendomsstructuur, leidt tot de observatie dat de ondernemer belang zal hechten aan de autonomie, die hij zal genieten na het aantrekken van externe financiering. Dit is belangrijk voor hem omdat het de mogelijkheid bepaalt om zelf beslissingen te nemen, die hij ziet als maximaliserend voor de waarde van de onderneming, in het geval dat andere investeerders niet akkoord gaan met hem. Mogelijke situaties waarin de verschillende partijen niet akkoord gaan, ontstaan niet doordat ze verschillende objectieven hebben (veroorzaakt door informatieasymmetrie of agency problemen) maar eerder doordat ze verschillende meningen hebben. Vervolgens linken Boot et al. (2006) dit idee van fundamenteel niet akkoord gaan aan twee andere aspecten van eigendomsstructuur. Ten eerste kan de corporate governance structuur van het bedrijf privaat overeengekomen worden wanneer de onderneming privaat is, waardoor de ondernemer de kans heeft om de ex-ante maximaliserende corporate governance structuur te kiezen. Wanneer de onderneming publiek is moet ze echter een gestandaardiseerde corporate governance structuur aanvaarden, die voor beursgenoteerde ondernemingen geldt. Het tweede aspect is het feit dat diegene, die geïnvesteerd hebben, hun aandelen makkelijker van de hand kunnen doen indien de onderneming publiek is. Bijgevolg zal de ondernemer in zijn keuze van eigendomsvorm het voordeel van een betere corporate governance en dus meer autonomie, wanneer de onderneming privaat is, afwegen tegen de grotere liquiditeit, die de investeerders genieten wanneer de onderneming beursgenoteerd is. Boot et al. (2006) tonen aan dat vooral goed gevestigde bedrijven met een zekere maturiteit veel belang hechten aan de meer gunstige corporate governance regelgeving om op die manier dus zelf een zekere controle en beslissingsmacht te behouden. Volgens hun speelt dit dus zeker mee in de beslissing om eventueel naar de beurs te gaan.

Demsetz & Lehn (1985) argumenteren verder dat ondernemingen in de media- en sportsector, in het bijzonder geschikt zijn om de persoonlijke voorkeuren van de manager te volgen. In deze sectoren zijn de ondernemingen namelijk vaak afhankelijk van de visie van één persoon en daarom moet er een corporate governance structuur aanwezig zijn, waarin de manager voldoende autonomie kan genieten.

Hoewel ze de precieze natuur van de private controlevoordelen niet specificeren, gaan vele onderzoekers ervan uit dat deze voordelen ten koste gaan van de efficiëntie van het bedrijf (Burkhart et al., 2003; Nagar et al., 2008). De consumptie van private controlevoordelen is echter niet noodzakelijk inefficiënt voor het bedrijf.

Het feit dat familiebedrijven in sommige omstandigheden zelfs beter blijken te presteren dan andere bedrijven (Anderson & Reeb, 2003), vooral wanneer de stichter zelf CEO of voorzitter is van de raad van bestuur van het familiebedrijf (Villalonga & Amit, 2006), toont aan dat private controlevoordelen niet gepaard moeten gaan met inefficiëntie. Hier wordt echter in sectie 3.3.2 dieper op ingegaan.

Volgens het model van Boot et al. (2006), dat hierboven ook al werd vermeld, hebben managers een zeker autonomie nodig om een bedrijf te leiden en moeten ze dit afwegen tegen het nadeel van illiquide aandelen, in hun beslissing om al dan niet naar de beurs te gaan.

Conclusie

Pagano et al. (1998), Boot et al. (2006) en Brau & Fawcett (2005) bewijzen dat een private onderneming private controlevoordelen bezit en dat deze zeker zullen meespelen in de beslissing om al dan niet naar de beurs te gaan. Klasa (2007) en Boehmer & Ljungqvist (2004) bewijzen verder dat deze voordelen vooral belangrijk zijn voor familiebedrijven en voor bedrijven waar de stichter zelf CEO of voorzitter van de raad van bestuur is. Burkhart et al. (2003) vermelden dat de consumptie van deze voordelen wel eens ten koste van de efficiëntie van de onderneming kan gaan terwijl studies van Anderson & Reeb (2003) en Villalonga & Amit (2006) juist het tegendeel aantonen. Demsetz & Lehn (1985) wijzen tenslotte op het feit dat bedrijven in de sport- en mediasector best de visie van de manager volgen. In deze sectoren zijn de private controlevoordelen dus extra belangrijk. De andere theorieën, die wijzen op de belangrijkheid van controle worden in de empirische analyse verder uiteengezet.

Hypothesen

Op basis van bovenstaande bevindingen uit de literatuur kunnen volgende hypothesen opgesteld worden voor het empirisch onderzoek bij een steekproef Belgische ondernemingen:

1. Belgische bedrijven, die gecontroleerd worden door een familie hebben meer kans om privaat te zijn dan Belgische bedrijven die gecontroleerd worden door het management of venture capitalists of private equity investors omwille van het grotere belang van private controlevoordelen.

2. Belgische bedrijven uit de sport- en mediasector hebben een grotere kans om privaat te zijn omwille van het grotere belang van private controlevoordelen.

3.1.2 Groeimogelijkheden

Beslissingen om privaat te blijven of niet, reflecteren naast bovenstaande factor ook vaak de groeimogelijkheden, waarmee een onderneming geconfronteerd wordt. Private bedrijven met veel groeimogelijkheden, willen die vaak benutten maar kunnen soms te weinig externe financiering aantrekken. Zo toonde Myers (1977) aan dat ondernemingen, die bepaalde projecten met een positieve netto contante waarde niet kunnen uitvoeren door een teveel aan schuldfinanciering, meer geneigd zijn om vers kapitaal aan te trekken, hetgeen gemakkelijk kan gedaan worden door naar de beurs te gaan. Men kan dus verwachten dat de mate dat een onderneming groeiopportunities heeft, positief gerelateerd is aan de beslissing om een IPO te doen.

Fisher (2000) onderzocht de balansstructuur van Duitse private ondernemingen in de technologie sector, die een IPO deden op de Neuer Markt in de tweede helft van de jaren '90 (een periode van economische floratie). De Neuer Markt is de belangrijkste aandelenmarkt in Europa voor groeiende bedrijven. Hij stelde, naast het feit dat bedrijven met veel R&D uitgaven en veel immateriële activa meer geneigd zijn om naar de beurs te gaan, ook vast dat bedrijven met veel groeimogelijkheden meer kans hebben om naar de beurs te gaan. Gopalan & Gormley (2008) bewezen in hun studie van Indiase IPO's tevens dat de mate dat een onderneming groeiopportunities heeft, een belangrijke determinant is in de beslissing om eventueel naar de beurs te gaan. Ook Pagano et al. (1998) kwamen in hun studie bij een steekproef Italiaanse bedrijven tot dezelfde conclusie.

In tegenstelling tot bovenstaande bevindingen, blijkt uit een studie van Bharath & Dittmar (2007) dat publieke ondernemingen met lage markt/boek ratio's, een andere vaak gebruikte maatstaf voor groeiopportunities, dan weer eerder geneigd zijn om hun bedrijf terug te privatiseren dan andere bedrijven. Zij onderzochten een steekproef Amerikaanse ondernemingen, die tussen 1980 en 2004 terug geprivatiseerd werden en vergeleken deze met een steekproef bedrijven, die naar de beurs gingen of publiek bleven over dezelfde periode. In Amerika en de rest van de wereld werden bedrijven vanaf 1980 namelijk grootschalig terug geprivatiseerd door middel van LBO's of leveraged buy outs. De LBO-activiteit in Amerika steeg van 1.4 miljard in 1979 tot 77 miljard in 1988 tot zelfs respectievelijk 159 en 225 miljard dollar in 2005 en 2006. Door deze groeiende markt van private equity is het bijgevolg belangrijk om te weten waarom en welke bedrijven beslissen om enerzijds op de beurs te blijven of anderzijds zich terug te privatiseren.

Verder vonden Kim & Weisbach (2008) relevant bewijs dat kapitaal, aangetrokken door het uitgeven van nieuwe aandelen op de beurs, vooral gebruikt wordt voor nieuwe investeringen te financieren.

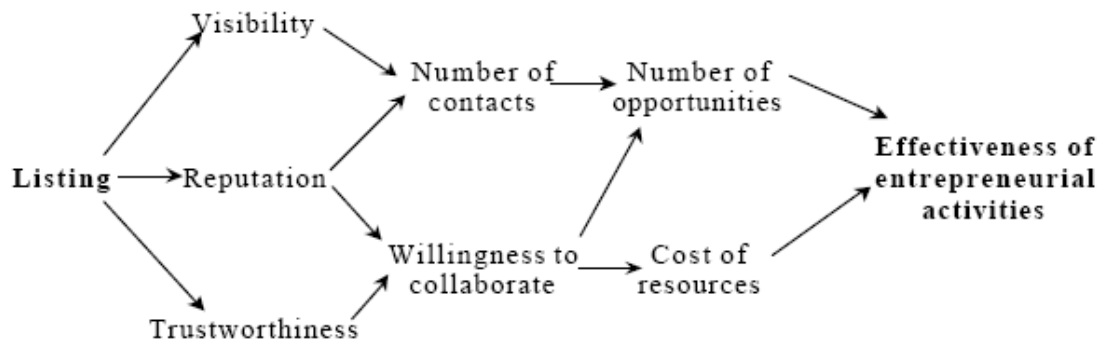
Ze gingen in hun studie na wat de motivatie van bedrijven is om nieuw publiek kapitaal aan te trekken. Hierbij maakten ze gebruik van een steekproef van 17.226 IPO's in 38 verschillende landen. Uit het onderzoek bleek dat de R&D uitgaven, het jaar na de uitgifte van de nieuwe aandelen, met maar liefst 18,5 % marginaal stegen per dollar, die werd aangetrokken. Hieruit kan dus besloten worden dat bedrijven voornamelijk beslissen om naar de beurs te gaan om nieuw kapitaal aan te trekken dat vervolgens gebruikt kan worden om de groeiopportunities, die de onderneming bezit, beter te benutten.

De bewijzen dat een onderneming naar de beurs gaat omdat haar balansstructuur niet in evenwicht is door een teveel aan schulden, zijn iets meer uiteenlopend. Zo onderzochten Rosen et al. (2005) waarom Amerikaanse banken tussen 1981 en 2001 beslisten om naar de beurs te gaan. Ze onderzochten deze beslissing voor de banksector omdat ook private banken, in tegenstelling tot andere bedrijven in Amerika, wettelijk verplicht zijn om financiële informatie te verschaffen aan de buitenwereld. Uit hun studie blijkt ondermeer dat banken, met een hoge schuldgraad, sneller beslissen om naar de beurs te trekken. Dit is echter niet verrassend omdat bedrijven met veel schulden, zelf weinig kapitaal ter beschikking hebben en dit probleem willen verhelpen om vervolgens bepaalde groeimogelijkheden weer te kunnen uitvoeren. Hier moet wel vermeld worden dat de banksector een zeer specifieke sector is, waardoor de bevindingen moeilijk veralgemeend kunnen worden. Fisher (2000) vond in zijn studie naar de balansstructuur van Duitse bedrijven, die naar de beurs gingen in de tweede helft van de jaren '90, geen enkel bewijs dat de mate van schuldgraad een bepalende determinant is in deze beslissing. Myers & Majluf (1984) toonden zelfs aan dat bedrijven met een hoge schuldgraad eerder niet geneigd zijn een IPO te doen.

De meeste studies, die focussen op de motieven waarom bedrijven naar de beurs gaan, concentreren zich op de financiële en institutionele kant van het proces. Zoals hierboven gelezen kan worden, beschouwt de financiële literatuur een mogelijke IPO als een manier om monetair kapitaal aan te trekken en de kost van dit kapitaal te verlagen. Bedrijven bezitten, naast financiële, echter ook andere motieven om de stap naar de beurs te maken en zo groeiopportunities te benutten. Het vergroten van de reputatie en het sociaal kapitaal van de onderneming zijn bijvoorbeeld andere motieven, die een onderneming kan doen beslissen om naar de beurs te gaan en om op die manier bepaalde groeimogelijkheden te benutten. Marchisio en Ravasi (2008) hebben door middel van casestudy's en een uitgebreide survey bij een steekproef van 73 Italiaanse IPO's, de andere dan financiële drijfveren onderzocht, die ondernemingen bezitten om naar de beurs te gaan en bepaalde groeimogelijkheden na te streven. Uit hun onderzoek blijkt dat kwesties, gerelateerd aan zichtbaarheid bij het grote publiek, imago, status en reputatie even belangrijk zijn voor bedrijven als financiële drijfveren om groeimogelijkheden na te streven.

Uit hun studie blijkt verder onder meer dat ondernemingen na hun beursgang voordelen ondervinden in de vorm van een beter begrip tussen de onderneming en haar stakeholders, gestegen mogelijkheden tot samenwerking met andere bedrijven en verbeterde relaties met klanten en leveranciers. Door hun gestegen zichtbaarheid bij het grote publiek en hun opgekrikte reputatie en imago kunnen deze bedrijven tenslotte ook gemakkelijker gekwalificeerd en ervaren personeel aanwerven.

Bron: Marchisio & Ravasi (2008)



Figuur 1: Een raamwerk van de andere, dan financiële, voordelen van een IPO

Naar de beurs gaan levert, behalve een injectie van vers kapitaal, ook andere voordelen op voor de onderneming in de financiële wereld. Meer bepaald worden de zichtbaarheid, de reputatie en de betrouwbaarheid van de ondernemingen versterkt zoals bovenstaande figuur aangeeft. Het voordelig effect van een gestegen zichtbaarheid en betrouwbaarheid blijkt op haar beurt veel verder te gaan dan enkel financiële of management kwesties. Voor bepaalde bedrijven uit hun steekproef bleek een beursnotering zelfs essentieel te zijn om bepaalde strategische allianties te kunnen aangaan. Door een beursnotering is het namelijk gemakkelijker om bepaalde aandelen uit te wisselen met industriële partners, die eerder weigerachtig zijn om de private kapitaalmarkt aan te wenden. Andere bedrijven bleken na hun beursnotering dan weer veel meer respect en vertrouwen te krijgen van hun klanten. Zoals vooraf reeds gezegd werd, heeft een beursnotering vaak ook een voordelig effect op de publieke reputatie van bedrijven uit alle sectoren. Dit leidt bijgevolg tot betere relaties met verschillende actoren als financiële instituties, grote klanten, professionele managers en mogelijke industriële partners.

Het gecombineerd effect van meer zichtbaarheid, een betere reputatie en de perceptie van meer vertrouwen blijkt verder de capaciteit van de onderneming te verbeteren om belangrijke bronnen (waaronder menselijk kapitaal) aan te trekken, deze tegen een lagere kost te verkrijgen en hier bovendien meer waarde uit te halen.

Een ander belangrijker effect, zeker in het huidige, geglobaliseerde competitieve landschap, is het gestegen aantal mogelijkheden dat bedrijven genieten om allianties aan te gaan om op die manier mogelijke groeiopportuniteiten gemakkelijker na te streven. Samenvattend besluiten Marchisio & Ravasi (2008) dat bedrijven, behalve voor de injectie van vers kapitaal, naar de beurs gaan om het sociale netwerk uit te breiden en te versterken om zo de effectiviteit van de activiteiten van de onderneming in stand te houden en eventueel te verbeteren.

Conclusie

Uit onderzoek van Myers (1979), Fisher (2000), Gopalan & Gormley (2008) en Pagano (1998) blijkt duidelijk dat de mate dat een bedrijf groeimogelijkheden heeft, één van de bepalende determinanten in de beslissing om eventueel naar de beurs te gaan. In tegenstelling tot deze bevindingen, tonen Bharath & Dittmar (2007) echter aan dat bedrijven met lage markt/boek ratio's dan weer eerder geneigd zijn om hun bedrijf terug te privatiseren. Kim & Weisbach (2008) bewijzen in hun studie dat ondernemingen vooral kapitaal aantrekken via de beurs om hun toekomstige investeringen te financieren. Dit bewijst weer dat groeimogelijkheden toch zeker meespelen in de beslissing om naar de beurs te gaan. De bewijzen dat een bedrijf naar de beurs gaat omdat ze een te hoge leverage heeft zijn meer uiteenlopend. Rosen et al. (2005) concluderen in hun studie van de Amerikaanse banken dat banken met een hoge leverage meer waarschijnlijk naar de beurs zullen gaan. Hierbij moet wel vermeld worden dat de banksector een zeer specifieke sector is waardoor deze resultaten moeilijk veralgemeend kunnen worden. Fisher (2000) vond in zijn studie naar de balansstructuur van Duitse bedrijven dan weer geen enkel bewijs dat de mate van schuldgraad een bepalende determinant is in deze beslissing. Myers & Majluf (1984) toonden zelfs aan dat bedrijven met een hoge schuldgraad eerder niet geneigd zijn een IPO te doen.

Bedrijven gaan echter niet alleen om financiële motieven naar de beurs. Marchisio & Ravasi (2008) concluderen uit hun onderzoek bij 73 Italiaanse IPO's, dat het uitbreiden en versterken van het sociale netwerk van het bedrijf zeker zo belangrijk is om bepaalde groeimogelijkheden te kunnen nastreven.

Hypothesen

Uit bovenstaande literatuur kunnen volgende hypothesen afgeleid worden voor het empirisch onderzoek:

3. Belgische bedrijven, die veel groeimogelijkheden bezitten, zijn meer waarschijnlijk publiek dan privaat.

4. Belgische bedrijven, die een hoge mate van leverage hebben, hebben meer kans om privaat dan wel publiek te zijn.

3.1.3 Diversificatie en het uitbreiden van de aandeelhoudersbasis

Een onderneming kan heel gemakkelijk zijn aandeelhoudersbasis uitbreiden door naar de beurs te gaan. Tevens is er het voordeel van risicodiversificatie dat optreedt voor de eigenaars van de onderneming. Verschillende onderzoekers hebben daarom ook gefocust op bovenstaande voordelen, die een IPO oplevert voor de onderneming en haar eigenaars (Pagano, 1993; Chemmanur & Fulghieri, 1999). Als private onderneming is het namelijk helemaal niet zo eenvoudig om te diversifiëren en een uitgebreide aandeelhoudersbasis te bekomen. Daarom wordt verondersteld dat deze factor ook zeker zal meespelen in de beslissing tussen enerzijds privaat te blijven of anderzijds naar de beurs te gaan. Deze veronderstelling wordt hieronder met empirisch bewijs bevestigd.

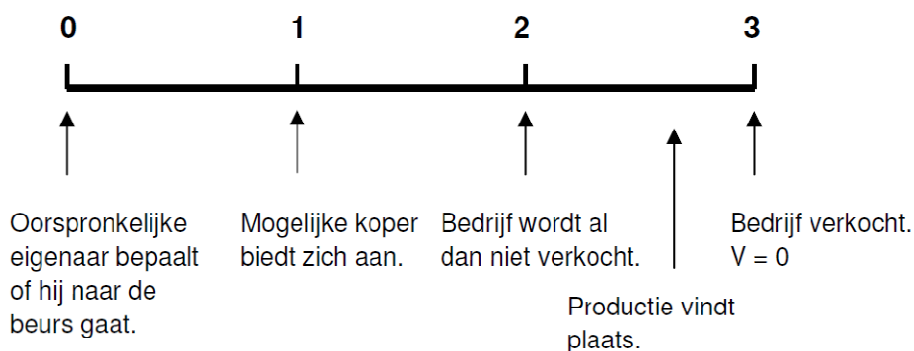
Rock (1984) toonde aan dat diversificatie van de aandeelhouders in die mate belangrijk is dat ondernemers zelfs bereid zijn om een IPO onder de prijs te doen om dit voordeel te bekomen. In zijn model gaat hij uit van een groep externe investeerders die superieure informatie hebben ten opzichte van de onderneming en ten opzichte van alle andere geïnteresseerde investeerders in de markt. Vervolgens toont hij aan dat wanneer de onderneming aandelen aanbiedt tegen de verwachte waarde, deze bevoorrechte investeerders de anderen uit de markt zullen duwen indien interessante aandelen aangeboden worden. In het andere geval zullen ze de markt verlaten. De onderneming zal zijn aandelen dus tegen een lagere prijs moeten aanbieden om te garanderen dat de andere, minder geïnformeerde, investeerders de aandelen ook zullen kopen.

Bodnaruk et al. (2008) onderzochten de effecten op de portfoliodiversificatie van de controlerende aandeelhouders voor, tijdens en na het IPO proces. Ze veronderstelden dat minder gediversifieerde aandeelhouders meer te winnen hebben door met hun onderneming naar de beurs te gaan en dat ze tevens bereid zouden zijn om hun aandelen tegen een lagere prijs aan te bieden. Aan de hand van de data van alle IPO's, die tussen 1995 en 2001 in Zweden plaatsvonden, hebben ze deze hypothesen getest. Uit hun onderzoek komt inderdaad naar voren dat minder gediversifieerde controlerende aandeelhouders, vooral diegene met weinig rijkdom, meer van hun aandelen verkopen bij een IPO. Verder bleek tevens dat bedrijven, in het bezit van minder gediversifieerde controlerende aandeelhouders, meer geneigd zijn om de stap naar de beurs te zetten en hun aandelen doorgaans aan een lagere prijs verkopen dan de verwachte waarde van de aandelen. Het globale besluit uit hun onderzoek is dat de diversificatie van de controlerende aandeelhouders een prominente rol speelt in het beslissingsproces om eventueel naar de beurs te gaan.

Andere onderzoekers hebben gefocust op het mogelijk voordeel dat een divers aandeelhouderslandschap heeft voor financiering aan te trekken of de onderneming te verkopen in latere fases van de bedrijfslevencyclus. Zo hebben Zingales et al. (1995) een raamwerk opgesteld om de beslissing om eventueel naar de beurs te gaan te analyseren. Ze bekijken deze keuze in de bredere context van de optimale methode om de onderneming te verkopen. Hun model is als volgt: In periode 0 is de onderneming initieel privaat maar ze kan hier beslissen om een deel van de aandelen op de beurs aan te bieden. In periode één komt er een mogelijke koper of investeerder op de proppen, die de onderneming volledig wilt opkopen of deels wilt financieren in ruil voor aandelen. In periode twee wordt tenslotte onderhandeld of de deal doorgaat of niet. De bevindingen van Zingales et al. (1995) zijn als volgt: Wanneer verwacht wordt dat de potentiële koper de waarde van cashflow rechten kan verhogen, kan de initiële eigenaar in periode nul een IPO gebruiken om reeds een deel van het handelssurplus te bemachtigen, dat zal ontstaan doordat de koper de onderneming hoger zal waarderen dan de initiële eigenaar, zonder hierover te moeten onderhandelen met de koper. In het andere geval, is het doen van een IPO in periode nul niet de waardemaximaliserende manier om de onderneming te verkopen, maar kan de ondernemer het bedrijf best privaat houden in periode nul en over de hele onderneming onderhandelen met de mogelijke koper in periode twee. Men kan dus besluiten dat de controlerende aandeelhouders of eigenaars in sommige gevallen meer geld gaan krijgen voor de onderneming, wanneer ze een IPO hebben gedaan, aangezien ze hierdoor meer handelssurplus kunnen bemachtigen wanneer ze niet perfect kunnen onderhandelen. Volgend numeriek voorbeeld zal dit verder verduidelijken:

Numeriek voorbeeld

Bron: Eigen verwerking, Zingales (1995)



Figuur 2: Timing van de gebeurtenissen

Tabel 3: Gegevens voorbeeld

Waardering initiële eigenaar	Waardering mogelijke koper	Rijkdom initiële eigenaar als $a =$ 1	Rijkdom initiële eigenaar als $a =$ 0,9	Rijkdom initiële eigenaar als $a =$ 0,75
$B_i = 40$ $V_i = 100$	$B_r = 10$ $V_r = 140$	145	147	150

Bron: Eigen verwerking gegevens

De karakteristieken van de initiële eigenaar en de mogelijke rivaal/koper, die in dit voorbeeld gebruikt worden, zijn vermeld in bovenstaande tabel drie. In dit voorbeeld wordt er eveneens vanuit gegaan dat de initiële eigenaar en de mogelijke rivaal dezelfde onderhandelingskracht hebben, dit wel zeggen allebei $1/2$. Het inkomen, geproduceerd door de onderneming, bestaat uit een observeerbare en verifieerbare component V en uit een observeerbare maar niet-verifieerbare component, dewelke volgens de literatuur de private voordelen weerspiegelen. De eigenaar en de potentiële koper waarderen de onderneming echter anders en om het interessant te maken, veronderstellen we dat de mogelijke koper de onderneming hoger waardeert dan de initiële eigenaar.

Meer specifiek waardeert de initiële eigenaar de onderneming ($B_i + V_i$) \$140, terwijl de potentiële koper de waarde van de onderneming op \$150 schat. Dit zorgt dus voor een mogelijke handelsruis van \$10. Indien de initiële eigenaar besluit om de onderneming in periode 0 privaat te houden, dan zal er in periode 2 over de hele onderneming onderhandeld worden. Gegeven de gemaakte assumpties over het onderhandelingsproces, zal de initiële eigenaar de onderneming verkopen voor \$145. Dit is zijn reserveringsprijs (\$140) plus de hoeveelheid handelsruis, die hij van de potentiële koper kan onttrekken ($\$ 1/2 * 10$).

In plaats van in periode nul volledig privaat te blijven, veronderstelt men nu echter dat de initiële eigenaar in periode nul, 10% van zijn aandelen verkoopt aan andere investeerders. In deze wereld waar perfecte informatie beschikbaar is, zullen deze investeerders voor 10% van de aandelen enkel de prijs willen betalen, die gelijk is aan 10% van het verifieerbare inkomen dat zal geproduceerd worden door diegene die het bedrijf zal runnen tussen periode twee en drie. Om de opbrengsten van de IPO te berekenen, is het belangrijk om eerst te bepalen wie de onderneming nu zal leiden in periode twee. Er dient namelijk opgemerkt te worden dat het niet gegarandeerd is dat de rivaal de overhand zal krijgen in periode twee. De initiële eigenaar komt in feite in deze periode aan de onderhandelingstafel met alle controlerechten maar met slechts 90% van de cashflowrechten. Een transactie kan daardoor enkel plaatsvinden indien de waardering van de initiële eigenaar van zijn aandelen gelijk of minder is dan de waardering van de rivaal voor deze aandelen of wanneer $B_i + a V_i \leq B_r + a V_r$, waar a het percentage aandelen is dat de initiële eigenaar heeft behouden. Deze voorwaarde is nu vervuld wanneer $a = 0,9$.

De reservatieprijs van de verkoper voor 90% van de aandelen is in feite \$130, terwijl de reservatieprijs van de koper \$136 is. Het mogelijke handelssurplus is dus \$6. De initiële eigenaar, die zijn meerderheid verkoopt in periode twee, zal zijn reservatieprijs krijgen plus de helft van het handelssurplus, \$133 in het totaal. Gegeven dat hij nog steeds wil verkopen in periode 2, zullen de andere investeerders hun aandelen waarderen aan de hand van de cashflow van de rivaal, dit is $0,1 * 140 = \$14$. Daardoor zullen de totale opbrengsten van de verkoop \$147 zijn, duidelijk meer dan de \$145, die hij verkregen zou hebben door de onderneming in periode 0 privaat te houden. Door een IPO te doen in periode nul, bekomt de initiële eigenaar een deel van het handelssurplus, zonder hierover te moeten onderhandelen met de koper. In periode 2, zullen de twee partijen onderhandelen over het resterende surplus, waarvan de initiële eigenaar steeds een constante fractie zal krijgen (in dit geval 1/2). De initiële eigenaar zal, door een gedeelte te verkopen in de IPO, dus profiteren door strategisch gebruik te maken van de mogelijkheid van de andere aandeelhouders om te freeriden van de verbeteringen van de rivaal.

De optimale hoeveelheid aandelen, die de initiële eigenaar hier zou moeten verkopen bij de IPO is 25%. Dit kan gemakkelijk begrepen worden door op te merken dat $\alpha = 0,75$ de vergelijking $B_i + \alpha V_i = B_r + \alpha V_r$ oplost. In dit geval kan de initiële eigenaar het volledige handelssurplus onttrekken van de rivaal. Zijn totale opbrengst is dan gelijk aan $40 + 0,75 * 100 + 0,25 * 140 = \150 .

Brau et al. (2003) en Field & Karpof (2002) hebben deze theorieën, bij respectievelijk een steekproef Amerikaanse bedrijven en Nederlandse bedrijven, getest en gedeeltelijk empirisch bewezen.

Conclusie

Diversificatie van de controlerende aandeelhouders is een voordeel dat voor private ondernemingen moeilijk te implementeren is. Het kan echter wel vrij gemakkelijk bekomen worden door naar de beurs te gaan. Verder is wetenschappelijk aangetoond dat de mate van diversificatie wel degelijk ook een belangrijke determinant is in het beslissingsproces om eventueel naar de beurs te gaan. Zo bewees Rock (1984) dat ondernemers zelfs bereid zijn om een IPO onder de prijs te doen om dit voordeel te bekomen. Bodnaruk et al. (2008) toonde vervolgens aan dat vooral bedrijven, waarvan het portfolio van de controlerende aandeelhouders slechts in beperkte mate gediversifieerd is, de stap naar de beurs zetten. Hierbij zouden deze ondernemingen hun aandelen ook onder de prijs aanbieden. Andere onderzoekers (Zingales et al., 1995; Mello & Parsons, 1998) hebben vooral gefocust op het mogelijk voordeel dat een divers aandeelhouderslandschap heeft voor financiering aan te trekken of de onderneming te verkopen in latere fases van de bedrijfslevencyclus.

Hypothesen

5. *Belgische bedrijven met een erg verdeeld aandeelhouderschap hebben meer kans om publiek dan wel privaat te zijn.*

6. *Belgische bedrijven met een hoog ondernemingsrisico hebben meer kans om publiek dan wel privaat te zijn.*

3.1.4 De waarde van een publieke aandelenprijs

Een ander mogelijk voordeel dat een onderneming verwerft door naar de beurs te gaan is de waarde van het hebben van een publieke aandelenprijs. Verschillende onderzoekers (Boot & Thakor, 1997; Allen & Gale, 1999) hebben aangetoond dat marktprijzen mogelijk waardevolle en beslissingsrelevante informatie kunnen onthullen aan ondernemingen en hun managers. Allen & Gale (1999) beweren in hun model dat een externe geïnformeerde investeerder een rendement verwacht dat gelijk is aan:

$$V_U = a H + (1 - a)L \text{ met:}$$

- a = de kans dat een geïnformeerde investeerder optimistisch is en een positief rendement H verwacht.
- $(1 - a)$ = de kans dat een geïnformeerde investeerder pessimistisch is en een negatief rendement L verwacht.

Een geïnformeerde investeerder zou op haar beurt een rendement verwachten dat gelijk is aan:

$$V_M = a H + (1 - a)0 - c = a H - c \text{ met:}$$

- c = de kost om geïnformeerd te geraken.

Hieruit volgt dus dat het beter is om als externe investeerder geïnformeerd te zijn wanneer de kost c kleiner is dan $(1 - a)L$. Aangezien de marktprijs voor een publieke onderneming beschikbaar is, gaat de kost c vrij klein zijn en gaat de externe investeerder bijgevolg een beter rendement behalen wanneer hij zich informeert.

Subrahmanyam & Titman (1999) hebben de link tussen de efficiëntie van een publieke aandelenprijs en de keuze tussen private en publieke financiering onderzocht.

Ze concluderen dat informatieve beschouwingen zowel in het voordeel van publieke als private financiering kunnen zijn, afhankelijk van hoe externe investeerders deze informatie verkrijgen. In een simpele situatie, waar al de individuen dezelfde toegang hebben tot dezelfde kostelijke informatie, zal financiering door middel van de publieke markten relatief nadelig zijn vergeleken met private financierders. In dit geval kan de informatie namelijk meer efficiënt verzameld en meegedeeld worden door een private financierder omdat aandelenmarktanalisten elkaars inspanningen zullen overdoen en hun strategische transacties bovendien de informatie, uitgedrukt in de aandelenprijs van de onderneming, zullen verduisteren. De kapitaalkost zou in deze situatie dus bijgevolg lager zijn wanneer men private financiering aantrekt. In de realiteit bekomen individuen de informatie echter in veel meer gecompliceerde omstandigheden waardoor de voor- en nadelen van publieke en private markten niet zo duidelijk zijn. Over het algemeen is het voordeel (een lagere kapitaalkost) van publieke financiering hoog indien kostelijke informatie divers en goedkoop te verkrijgen is en wanneer investeerders tevens waardevolle informatie verkrijgen zonder kosten. Met dit laatste wordt informatie bedoeld, die aandelenmarktinvesteerders toevallig bekomen in hun dagdagelijkse activiteiten. Een analist, op zoek naar informatie over een bedrijf, kan bijvoorbeeld relevante informatie ontdekken over een andere onderneming. Tenslotte vermelden Subrahmanyam & Titman (1999) dat de waarde van een publieke onderneming afhangt van de grootte van de totale publieke markt. Hoe meer bedrijven er op de beurs aanwezig zijn, hoe efficiënter de aandelenmarkt werkt, betreffende de informatiestroom. Publieke ondernemingen zullen bijgevolg hun waarde zien toenemen.

Verder onderzochten Chemmanur & Fulghieri (1999) wanneer ondernemingen in hun levenscyclus best kiezen voor publieke financiering in plaats van verdere financiering door private equity. Ze concluderen dat het beste moment om naar de beurs te gaan wordt bepaald door de afrijsrelatie tussen het minimaliseren van de duplicatie van inspanningen, betreffende de productie van informatie, door buitenstaanders (onvermijdelijk in de IPO markt, maar verminderd door een publiek observeerbare aandelenprijs) en het vermijden van een risicopremie, gevraagd door venture capitalists. Het hebben van een publieke aandelenprijs voor beursgenoteerde bedrijven kan dus wel degelijk de kapitaalkost van een onderneming doen dalen. Zo toont Sunder (2004) in zijn studie bij een steekproef private en beursgenoteerde bedrijven aan dat de financiële kost voor het lenen bij een bank gevoelig lager ligt voor publieke dan wel voor private ondernemingen. Hierbij controleert hij voor het verschillend ondernemingsrisico en voor de verschillende soorten leningen. Volgens hem is dit te wijten aan het feit dat banken een beursgenoteerde onderneming efficiënter kunnen superviseren doordat ze hun eigen verkregen informatie kunnen combineren met publiek, observeerbare informatie, die onder meer vervat zit in de aandelenprijs. Vervolgens stelt hij ook dat de kosten van een banklening lager zullen liggen in de mate dat de aandelenprijs meer informatie prijsgeeft.

In tegenstelling tot vorige onderzoekers, gingen Bharath & Dittmar (2008) na wat de bepalende factoren zijn voor beursgenoteerde bedrijven om zich terug te privatiseren. In hun studie gaan ze onder meer uit van de advers selection theorie. Volgens hen hebben vooral publieke ondernemingen hoge kosten ten gevolge van de informatieasymmetrie, die er bestaat tussen het bedrijf en hun investeerders. Zo moeten ze onder meer hun aandelen onder de verwachte waarde aanbieden. Private ondernemingen hebben hier minder last van. Volgens Leland & Pyle (1977) kunnen ondernemers namelijk de kwaliteit van hun projecten signaleren door er zelf veel persoonlijke vermogen in te stoppen. Bharath & Dittmar (2008) tonen in hun onderzoek dan ook aan dat vooral publieke bedrijven met weinig zichtbaarheid (bedrijven, die slechts in beperkte mate gevolgd worden door analisten en bovendien weinig institutionele aandeelhouders hebben) zich terug gaan privatiseren, ten gevolge van hoge advers selection kosten.

Een alternatieve rol, die een publieke aandelenprijs kan spelen, is de objectieve waardering van de onderneming. Deze kan helpen in het vervullen van contracten, zoals in fusies of venture capital investeringen. Tenslotte kan deze objectieve waardering tevens de exit strategieën van venture capitalists en private equity investors gevoelig verbeteren (Myers, 2000).

Conclusie

Boot & Thakor (1997) en Allen & Gale (1999) hebben aangetoond dat marktprijzen mogelijk waardevolle en beslissingsrelevante informatie kunnen onthullen aan ondernemingen en hun managers. Subrahmanyam & Titman (1999) bewijzen vervolgens dat het voordeel (een lagere kapitaalkost) van publieke financiering over het algemeen hoog is, indien informatie divers en goedkoop te verkrijgen is en wanneer investeerders tevens waardevolle informatie verkrijgen zonder kosten. Verder concluderen Chemmanur & Fulghieri (1999) en Sunder (2004) dat de financiële kost van bankleningen gevoelig lager ligt voor publieke dan wel voor private ondernemingen. Volgens hen is dit te wijten aan het feit dat banken een beursgenoteerde onderneming efficiënter kunnen superviseren doordat ze hun eigen verkregen informatie kunnen combineren met publiek, observeerbare informatie, die onder meer vervat zit in de aandelenprijs. In tegenstelling tot vorige onderzoekers, gingen Bharath & Dittmar (2008) na wat de bepalende factoren zijn voor beursgenoteerde bedrijven om zich terug te privatiseren. Ze tonen in hun onderzoek aan dat vooral publieke bedrijven met weinig zichtbaarheid (bedrijven, die slechts in beperkte mate gevolgd worden door analisten en bovendien weinig institutionele aandeelhouders hebben) zich terug gaan privatiseren, ten gevolge van hoge advers selection kosten. Een alternatieve rol, die een publieke aandelenprijs kan spelen, is de objectieve waardering van de onderneming. Deze kan onder meer helpen in het vervullen van contracten en in het verbeteren van exit strategieën voor venture capitalists en private equity investors.

Hypothesen

7. Belgische bedrijven met weinig institutionele aandeelhouders hebben meer kans om privaat dan wel publiek te zijn.

8. Belgische bedrijven, die actief zijn in de retailsector, hebben meer kans om privaat dan wel publiek te zijn.

Samenvattend worden in bijlage A al de kosten en voordelen weergegeven, die optreden wanneer men beslist om naar de beurs te gaan. Tevens worden de verschillende theorieën en auteurs vermeld. De meeste van deze theorieën zijn hierboven al uitvoerig besproken.

3.2 De verschillen tussen private en publieke ondernemingen

Bovenstaand werden een aantal theorieën besproken, die handelen over de voor- en nadelen om als onderneming privaat of publiek te zijn. In dit deel bespreek ik, aan de hand van een aantal empirische studies, de verschillen tussen publieke en private ondernemingen. Meer specifiek wordt nagegaan wat de voornaamste discrepanties zijn tussen beide typen bedrijven. Verder wordt ook nagegaan of bepaalde variabelen voorspellingskracht bezitten of een bedrijf al dan niet privaat of publiek is en tenslotte bespreek ik ook of bepaalde variabelen kunnen voorspellen of private ondernemingen in de toekomst naar de beurs zullen gaan.

Private en publieke ondernemingen hebben, zoals hierboven aangetoond werd, verschillende voor- en nadelen. Zo genieten de eigenaars, die tevens manager zijn, substantiële controle voordelen in private ondernemingen. Door naar de beurs te gaan ontstaan er echter ook voordelen voor de onderneming; De aandeelhoudersbasis kan gemakkelijk gediversifieerd worden, waardoor het ondernemingsrisico gespreid wordt; en groeimogelijkheden, die veel investeringen vereisen, kunnen door de injectie van vers kapitaal gemakkelijker en sneller benut worden. De financiële, corporate governance en eigendomsstructuur zullen vanzelfsprekend erg verschillen tussen deze twee types bedrijven. Meer specifiek zal het eigendom in private bedrijven waarschijnlijk erg geconcentreerd zijn, de corporate governance structuur minder formeel aanwezig en zal het gewicht van schulden in de financiële structuur groter zijn dan bij publieke bedrijven. Het interessante om onderzoek te doen naar de verschillen tussen private en publieke bedrijven is dat men aan de hand van de karakteristieken van een bedrijf kan voorspellen of ze in de nabije toekomst eventueel naar de beurs zullen gaan en wat de mogelijke drijfveren achter deze beslissing zijn.

3.2.1 Verschillen tussen private en publieke bedrijven

Helwege & Packer (2005) onderzochten of er verschillen (zowel balansverschillen als ratio's) bestaan tussen private en publieke ondernemingen. Hiervoor vergeleken ze 181 private Amerikaanse bedrijven met 181 beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven, die wat industrie en omzet betreft ongeveer overeenkomen. Uit hun crossectionele studie blijkt dat er wel degelijk enkele significante verschillen bestaan tussen beide types bedrijven. Zo kwamen ze onder meer tot de volgende conclusies:

- Private bedrijven hebben een hogere leverage dan publieke ondernemingen.

Private bedrijven lijken meer te werken met schuldfinanciering dan hun beursgenoteerde concurrenten. Helwege & Packer (2005) stellen twee verklaringen voor om dit gegeven te verklaren.

Ten eerste stellen ze dat private bedrijven vaak eigendom zijn van mensen, die de controle over het bedrijf niet willen verliezen en daardoor zo veel mogelijk met schulden werken in plaats van het eigen vermogen te verhogen. Een tweede mogelijkheid is het feit dat deze bedrijven, ondanks hun relatief hoge winstmarges, door een teveel aan schulden verhinderd worden om de stap naar beurs te zetten.

- Private bedrijven hebben minder groeimogelijkheden dan publieke ondernemingen.

Een aantal indicatoren geeft aan dat private bedrijven minder groeimogelijkheden bezitten dan beursgenoteerde ondernemingen. Zo toont hun studie aan dat de beursgenoteerde bedrijven in hun steekproef hogere R&D uitgaven en een hogere markt/boekwaarde waarde hebben. Op het gebied van kapitaaluitgaven (ook een indicator van groei) blijkt er echter geen significant verschil te zijn tussen beide groepen bedrijven.

- Publieke bedrijven hebben meer verschillende aandeelhouders en betalen meer dividenden uit aan deze.

Beursgenoteerde bedrijven zullen vanzelfsprekend meer aandeelhouders hebben. Een van de mogelijke drijfveren achter de beslissing om naar beurs te gaan is namelijk het uitbreiden en diversifiëren van het aandeelhouderslandschap (Rock, 1984). Het feit dat private ondernemingen minder dividenden uitbetalen is ook helemaal niet verrassend. Doordat ze meer gebruik maken van schuldfinanciering, moeten ze namelijk eerst hun schuldenaars vergoeden voordat ze hun aandeelhouders kunnen belonen.

Behalve bovenstaande univariate analyse, onderzochten Helwege & Packer (2005) de verschillen ook door middel van een multivariate analyse. De resultaten hiervan, zijn echter hoofdzakelijk hetzelfde. Zo blijkt ook hier dat private bedrijven het meest werken met schulden en dat voornamelijk beursgenoteerde bedrijven veel R&D uitgaven doen. Het enige nieuwe is het feit dat bedrijven in de mediasector steeds privaat blijven. Dit bevestigt de argumentatie van Demsetz & Lehn (1985), die stellen dat de private controlevoordelen voor ondernemingen in de media- en sportsector extra belangrijk zijn.

Naast Helwege & Packer (2005) deed ook Fisher (2000) onderzoek naar de balansverschillen tussen private en publieke bedrijven. Zo vergeleek hij een steekproef private Duitse ondernemingen met al de Duitse publieke bedrijven, behalve deze genoteerd op de Neuer Markt. Ook hij kwam tot de conclusies dat er enkele significante verschillen bestaan tussen publieke en private bedrijven. Zijn conclusies verschillen echter gedeeltelijk van deze van Helwege & Packer (2005), hierna volgen de resultaten:

- Private bedrijven vertonen minder groeimogelijkheden.

Zoals Helwege & Packer (2005) aantoonde, blijkt ook hier dat publieke bedrijven relatief meer groeimogelijkheden bezitten. Zo hebben private bedrijven gemiddeld minder R&D uitgaven en een lagere groei van de verkopen. In tegenstelling tot het onderzoek van Helwege en Packer (2005), toont Fischer tevens aan dat publieke bedrijven ook gemiddeld meer kapitaaluitgaven hebben.

- Er is geen verschil in leverage tussen de twee types bedrijven.

Waar er tussen de Amerikaanse private en publieke bedrijven een groot verschil bestond inzake leverage, blijkt uit het onderzoek van Fischer (2000) dat Duitse private bedrijven gemiddeld niet significant meer of minder met schulden werken dan de Duitse publieke bedrijven.

- Duitse beursgenoteerde bedrijven hebben meer aandeelhouders, zijn gemiddeld kleiner en betalen meer dividenden uit.

In volgende tabel 4 worden tenslotte al de bevindingen samengevat.

Tabel 4: Verschillen tussen private en publieke bedrijven

<i>Verschilpunten</i>	<i>Amerikaanse studie: Helwege & Packer (2005)</i>	<i>Duitse studie: Fischer (2000)</i>	<i>Verklaringen</i>
Leverage	Privébedrijven werken met meer schulden.	Geen verschil	Private controlevoordelen (Pagano et al., 1998). Teveel schulden verhindert de stap naar de beurs.
Groeimogelijkheden	Publieke bedrijven meer groeimogelijkheden. ✓ Hogere markt/boek-waarde ✓ Meer R&D	Publieke bedrijven meer groeimogelijkheden. ✓ Hogere markt/boekwaarde ✓ Meer R&D ✓ Meer kapitaaluitgaven	Bedrijven gaan naar de beurs om groeimogelijkheden te benutten (Myers, 1977).
Dividenduitbetalingen	Publieke ondernemingen keren meer dividend uit.	Publieke ondernemingen keren meer dividend uit.	Private bedrijven hebben een hogere schuldgraad.
Grootte	Private bedrijven groter	Private bedrijven groter	
Aantal aandeelhouders	Publieke bedrijven hebben meer aandeelhouders.	Publieke bedrijven hebben meer aandeelhouders.	Bedrijven gaan naar de beurs om aandeelhoudersbasis te diversifiëren (Rock, 1984).

Bron: Eigen verwerking gegevens (2010)

Conclusie

Uit bovenstaande studies blijkt duidelijk dat er wel degelijk significante verschillen bestaan tussen private en publieke ondernemingen. Zo komt onder meer naar voren dat publieke bedrijven meer R&D- en kapitaaluitgaven en een hogere markt/boekwaarde hebben, wat duidt op de aanwezigheid van meer groeimogelijkheden. Verder blijkt ook dat beursgenoteerde ondernemingen meer aandeelhouders hebben en dat ze bovendien meer dividenden uitbetalen aan deze. Toch zijn er ook onderlinge verschillen tussen beide studies. Dit is logisch aangezien de culturele, economische en politieke verschillen, die er tussen Duitsland en Amerika bestaan. De belangrijkste discrepantie tussen beide studies is het feit dat de private bedrijven in Amerika meer werken met schulden dan hun beursgenoteerde concurrenten terwijl hiervoor in Duitsland geen significant verschil wordt gevonden.

3.2.2 Voorspellingskracht van de variabelen

Door na te gaan welke variabelen voorspellingskracht bezitten of een bedrijf in de nabije toekomst ($x+2$) naar de beurs zal gaan, kan men de drijfveren achter deze beslissing empirisch afleiden. Verschillende theorieën geven aan dat bedrijven mogelijk naar de beurs gaan om hun aandeelhoudersbasis uit te breiden (o.a. Rock, 1984), groeimogelijkheden te benutten (o.a. Myers, 1977) of om de kapitaalkost te doen dalen (o.a. Subrahmanyam & Titman, 1999). Worden deze drijfveren empirisch bevestigd?

Fischer (2000) en Helwege & Packer (2005) hebben ook dit nader onderzocht. Door hun steekproef private bedrijven verder op te splitsen in private bedrijven, die de komende twee jaar niet naar de beurs gingen en private bedrijven, die de komende twee jaar wel naar de beurs gingen, zijn ze nagegaan welke variabelen informatie bevatten over deze beslissing. De resultaten van beide onderzoeken worden hieronder gestructureerd weergegeven.

Helwege & Packer (2005) kwamen bij hun studie van Amerikaanse bedrijven tot de volgende conclusies:

- Volwassen/volgroeide bedrijven zetten minder snel de stap naar de beurs.

Bedrijven die volgroeid zijn wat betreft grootte, leeftijd en winsten zullen minder snel naar de beurs gaan dan kleinere, groeiende bedrijven. Bedrijven zullen dus mogelijk naar de beurs gaan om hun groeimogelijkheden te financieren.

- Groeiopportunities zijn geen belangrijke factor in de beslissing op privaat te blijven.

Hoewel bedrijven met hoge R&D uitgaven significant sneller naar de beurs gaan, zijn groeimogelijkheden geen bepalende factor volgens deze studie. De andere indicatoren van groeimogelijkheden (kapitaall uitgaven en verkoopsgroei) zijn immers geen significante voorspellers.

- Bedrijven, gecontroleerd door private equity en venture capitalists, zullen gemiddeld genomen sneller naar de beurs gaan.

Dit is geen verrassing. Private equity investors en venture capitalists zien de stap naar de beurs als een belangrijke exit strategie en hechten weinig belang aan controle (Black & Gilson, 1998). Bedrijven, gecontroleerd door één of meerdere families, zullen in tegenstelling minder snel beslissen om naar de beurs te gaan. Zij hechten namelijk veel waarde aan controle. Bedrijven, gecontroleerd door het management of andere groepen, moeten hiertussen geplaatst worden. Zij hechten meer belang aan controle dan venture capitalists maar minder belang dan familiebedrijven. Zij liggen dus midden in het controlespectrum en zullen niet significant sneller naar de beurs gaan.

- Bedrijven gaan niet naar de beurs om de aandeelhoudersbasis uit te breiden en het risico te diversifiëren.

Ze concluderen dat dit geen belangrijke motivatie is om de stap naar de beurs te zetten. Diversificatie zou immers vooral belangrijk zijn voor risicovolle ondernemingen. Helwege & Packer (2005) gebruikten de volaliteit van de aandelenkoers van gelijkaardige publieke bedrijven om het risico te meten. De coëfficiënt van deze volaliteit was echter nooit significant verschillend van nul.

- Ondernemingen zonder audit, benoemings- en beloningscomités zullen minder snel naar de beurs gaan.

Dit resultaat is consistent met het feit dat de regelgeving geassocieerd met beursgenoteerde bedrijven, zou voorkomen dat bepaalde ondernemingen een optimaal niveau van autonomie voor het management zouden hebben. Deze empirische bevinding bevestigt dan ook grotendeels de hoofdvoorspelling van Boot et al. (2006).

- De schuldgraad is geen significante voorspeller.

Het onderzoek van Fischer (2000) bij een steekproef Duitse bedrijven is niet helemaal gelijklopend.

Zo worden er onder meer andere variabelen gebruikt om bepaalde zaken te meten. Ook de resultaten van het onderzoek zijn niet helemaal in lijn met deze van Helwege en Packer (2005). Uit zijn onderzoek blijkt het volgende:

- Groeimogelijkheden zijn mogelijk belangrijk in de beslissing om naar de beurs te gaan.

Zoals bij het onderzoek van Helwege & Packer (2005) spreken de indicatoren, die de groeimogelijkheden meten, elkaar een beetje tegen. Terwijl kapitaaluitgaven geen significante voorspeller zijn, is de verkoopsgroei dat wel. Fischer (2000) besluit dan ook dat groeimogelijkheden toch wel meespelen in de beslissing.

- Schuldgraad of leverage heeft ook hier geen voorspellingskracht en is dus geen belangrijke drijfveer achter de beslissing om naar de beurs te gaan.
- Ondernemingen met veel immateriële activa en een hoge ROA (return on assets) gaan significant sneller naar de beurs.

Immateriële activa zijn hoofdzakelijk samengesteld uit drie componenten, namelijk patenten, goodwill en vooraf betaalde uitgaven. Fischer (2000) toont aan dat bedrijven met veel immateriële activa sneller naar de beurs gaan. Deze bevinding voedt de theorieën, die de aggregatie van private informatie in de aandelenprijzen accentueren als belangrijk voordeel om naar de beurs te gaan. Zo geeft Maug (1998) aan dat - vooral voor bedrijven, die actief zijn in een innovatieve sector - de onthulling van private informatie aan het management of aan de klanten door naar de beurs te gaan, waardevol kan zijn, zelfs als de onderneming geen directe financieringsnood heeft. Het relatief aandeel immateriële activa kan echter ook fungeren als maatstaf voor het risiconiveau van het investeringsprogramma van de onderneming. Bedrijven doen dus mogelijk ook een IPO om het ondernemingsrisico te diversifiëren.

Tabel 5: Voorspellende variabelen en drijfveren achter de beslissing om naar de beurs te gaan

<i>Voorspellende variabelen/drijfveren</i>	<i>Amerikaanse studie: Helwege & Packer (2005)</i>	<i>Duitse studie: Fischer (2000)</i>	<i>Verklaringen</i>
Fase bedrijfslevencyclus	Volwassen, volgroeide minder snel naar beurs.	<i>Niet onderzocht</i>	Genereren zelf eigen financiering.
Groeimogelijkheden	Belangrijk, maar niet bepalend.	Belangrijk	O.a. Myers (1977).
Schuldgraad	Geen sig. voorspeller	Geen sig. Voorspeller	
Controle	Gecontroleerd door private equity investors of venture capitalist sneller naar de beurs.	<i>Niet onderzocht</i>	Weinig belang aan controle + belangrijke exit strategie (Black & Gilson, 1998).
Diversificatie	Geen sig. drijfveer.	Bedrijven met hoger risico (meer immateriële activa) sneller naar de beurs	Diversificatie van het ondernemingsrisico (Rock, 1984).
Aanwezigheid comités in RvB.	Niet aanwezig -> minder snel naar de beurs.	<i>Niet onderzocht</i>	Managers hebben optimale hoeveelheid autonomie nodig (Boot et al., 2006).
Immateriële activa	<i>Niet onderzocht</i>	Veel immateriële activa + hoge ROA -> sneller naar de beurs.	Onthulling van deze private informatie door naar de beurs te gaan kan voordelig zijn (Maug, 1999).

Bron: Eigen verwerking gegevens (2010)

Conclusie

Uit bovenstaande studies blijkt verrassend dat de variabelen, die duiden op de aanwezigheid van groeimogelijkheden en leverage geen significante voorspellingskracht bezitten of een bedrijf in de nabije toekomst naar de beurs zal trekken. Het staat echter wel vast dat de fase in de bedrijfslevenscyclus een belangrijke rol speelt. Volwassen, volgroeide bedrijven zetten gemiddeld genomen minder snel de stap naar de beurs, terwijl jonge, groeiende bedrijven dan weer eerder een beursnotering bekomen. Dit geeft impliciet toch aan dat groeimogelijkheden, hoewel hier niet bewezen, wel degelijk meespelen. Een andere belangrijke voorspeller is het type eigenaar dat het bedrijf controleert. Bedrijven gecontroleerd door venture capitalists zijn sneller geneigd om publieke financiering aan te trekken, terwijl ondernemingen, waar de controle in handen van de familie is, gemiddeld liever hun private status behouden. Fischer (2000) is er in tegenstelling tot Helwege & Packer (2005) tenslotte ook in geslaagd om aan te tonen dat bedrijven de stap naar de beurs zetten om hun risico te spreiden. Hij vond namelijk een significant verband tussen de mate van risico en de beslissing om naar de beurs te gaan.

3.3 Invloed van de familiale factor in de keuze privaat versus publiek

3.3.1 Definiëren van het begrip familiebedrijf

Wat wordt er verstaan onder een familiebedrijf? Deze vraag blijft gesteld worden omdat verschillende onderzoekers er bijna elk een andere invulling aan geven. Er bestaat bijgevolg heel wat ambiguïteit, hetgeen het moeilijk maakt om de resultaten van verschillende onderzoeken te veralgemenen en te vergelijken. Doordat er steeds een andere definitie wordt gehanteerd zullen de steekproeven namelijk zelden homogeen zijn. Meer bepaald zullen twee problemen steeds de kop op steken. Enerzijds zullen familiebedrijven, die er wel degelijk één zijn, onterecht weggelaten worden uit de steekproef en anderzijds zullen andere bedrijven dan weer onterecht opgenomen worden.

Onderzoekers zijn het er over het algemeen over eens dat de betrokkenheid van een familie het familiebedrijf anders maakt dan de rest (Miller & Rice, 1967). De meeste onderzoekers interpreteren deze betrokkenheid als het hebben van eigendom in het bedrijf of als vertegenwoordiging in het management van het bedrijf (Handler, 1989). Deze criteria slagen er echter helemaal niet in om het juiste onderscheid te maken. Zo kan bijvoorbeeld geen enkel bedrijf ontsnappen aan enige familiale betrokkenheid omdat zelfs de beslissingen van een CEO van een grote publieke onderneming soms beïnvloed worden door de familie en kinderen, om maar een voorbeeld te geven. Definities, gebaseerd op de componenten van familiale betrokkenheid, zoals management, eigendom, governance en opvolging, zijn gemakkelijk te operationaliseren. Helaas kunnen zij geen onderscheid maken tussen twee bedrijven met hetzelfde niveau van familiale betrokkenheid, wanneer één bedrijf zichzelf beschouwd als familiebedrijf en het andere niet. Het is dus noodzakelijk dat er een definitie bestaat, die de essentie van het familiebedrijf omvat, om op die manier het familiebedrijf theoretisch en praktisch te onderscheiden van niet-familiebedrijven.

3.3.1.1 De literatuur over de definitie van familiebedrijven

Chua, Chrisman & Sharma P. (1999) hebben 250 papers onderzocht, die in de betreffende vakliteratuur zijn verschenen. Op basis hiervan hebben ze een lijst van 21 definities kunnen onderscheiden, die handelen over de graad of oorsprong van de familiale betrokkenheid. Deze lijst is terug te vinden in tabel 6, die hieronder wordt weergegeven.

Tabel 6: Definities van familiebedrijven in de bestaande literatuur

<i>Auteur</i>	<i>Definitie</i>
Alcorn, 1982	A profit-making concern that is either a proprietorship, a partnership, or a corporation. . . .If part of the stock is publicly owned, the family must also operate the business (p. 230)
Astrachan et al., 2002	F-PEC, a scale that assesses the extent and the quality of family influence via the measurement of three dimensions: Power, Experience, and Culture.
Babicky, 1987	Is the kind of small business started by one or a few individuals who had an idea. Worked hard to develop it, and achieved, usually with limited capital, growth while maintaining majority ownership of the enterprise (p. 25)
Barnes & Hershon, 1976	Controlling ownership is rested in the hands of an individual or of the members of a single family (p. 106)
Bernard, 1975	An enterprise which, in practice, is controlled by the members of a single family (p.42)
Carsrud, 1994	Closely-held firm's ownership and policy making are dominated by members of an "emotional kinship group" (p. 40)
Churchill & Hatten, 1993	What is usually meant by family business.. . ,is either the occurrence or the anticipation that a younger family member has or will assume control of the business from the elder (p. 52)
Davis, 1983	Are those whose policy and direction are subject to significant influence by one or more family units. This influence is exercised through ownership and sometimes through the participation of family members in management (p. 47)
Davis & Tagiuri, 1985	A business in which two or more extended family members influence the direction of the business (quoted in Rothstein. 1992)
Dimckels & Frohlich, 1991	If family members own at least 60 percent of the equity (p. 152)
Donnelley, 1964	When it has been closely identified with at least two generations of a family and when this link has had a mutual influence on company policy and on the interests and objectives of the family (p. 94)

Dreux, 1990	Are economic enterprises that happen to be controlled by one or more families (that have) a degree of influence in organisational governance sufficient to substantially influence or compel action (p. 226)
Gallo & Sveen, 1991	A business where a single family owns the majority of stock and has total control (p. 181)
Handler, 1989	An organization whose major operating decisions and plans for leadership succession are influenced by family members serving in management or on the board (p. 262)
Holland & Oliver, 1992	Any business in which decisions regarding its ownership or management are influenced by a relationship to a family or families (p. 27)
Lansberg, Perrow, Rogolsky (1988)	A business in which members of a family have legal control over ownership (p. 2)
Leach, et al (1990)	A company in which more than 50 percent of the voting shares are controlled by one family, and/or a single family group effectively controls the firm, and/or a significant proportion of the firm's senior management is members from the same family (quoted by Astrachan, 1993. p. 341-342)
Lyman, 1991	The ownership had to reside completely with family members, at least one owner had to be employed in the business, and one other family member had either to be employed in the business or to help out on a regular basis even if not officially employed (p. 304)
Pratt & Davis, 1986	One in which two or more extended family members influence the direction of the business through the exercise of kinship ties, management roles, or ownership rights (chap. 3, p. 2)
Rosenblati, Demik, Anderson & Johnson, 1985	Any business in which majority ownership or control lies within a single family and in which two or more family members are or at some time were directly involved in the business (p. 4-3)
Stern, 1986	Owned and run by the members of one or two families (p, xxi)
Welsch, 1993	One in which ownership is concentrated, and owners or relatives of owners are involved in the management process, (p. 40)

Bron: Chua et al. (1999)

Verschillende opmerkingen kunnen gemaakt worden over bovenstaande definities. Vooreerst maken de definities over het algemeen weinig onderscheid tussen governance en management. Ten tweede vereisen sommige definities ofwel familiale controle ofwel familiaal management, terwijl andere zowel familiale controle als management eisen. Meer specifiek bevatten de definities drie kwalificerende combinaties wat betreft eigendom (controle) en management.

- A. Eigendom en management in handen van de familie
- B. Eigendom wel en management niet in de handen van de familie
- C. Management wel en eigendom niet in handen van de familie

Samenvattend kan echter wel gesteld worden dat er totale overeenstemming is over het feit dat een bedrijf dat gemanaged en gecontroleerd wordt door een dominerende familie, als een familiebedrijf beschouwd mag worden. In de andere gevallen heerst er echter geen eensgezindheid.

3.3.1.2 Problemen om het begrip familiebedrijf te definiëren

Zoals vooraf reeds gesteld werd, moet een goede definitie van het begrip familiebedrijf de essentie omvatten die dergelijke bedrijven onderscheidt van andere. Chua, Chrisman & Sharma (1999) geloven dat een familiebedrijf uniek is in de zin dat de patronen van eigendom, management, governance en opvolging de doelen, strategieën en structuur van de onderneming noemenswaardig beïnvloeden, alsook de manier waarop deze worden geformuleerd en geïmplementeerd. De definities in voorgaande tabel slagen er echter niet in om een eenduidig onderscheid te maken.

Bedrijven in het bezit van en gemanaged door een familie worden duidelijk bestempeld als een familiebedrijf. Familiale relaties zullen de beslissingen en acties beïnvloeden en deze zullen wel degelijk verschillend zijn van ondernemingen met noch familiaal management, noch familiale eigendom. Maar hoe zit het met bedrijven, waar enkel het management of enkel het eigendom in handen is van de familie. Sommige van deze bedrijven zullen zich gedragen als familiebedrijven, andere echter niet. Een ander probleem is het feit dat bovenstaande definities ook niet vermelden hoeveel eigendom of management precies nodig is om een bedrijf te klasseren als familiebedrijf.

Chua et al. (1999) gaan er vervolgens van uit dat familiebedrijven een uniek type van organisatie zijn waardoor het bestuderen van hen de moeite waard is.

Daardoor argumenteren ze dat elke poging om een familiebedrijf te definiëren moet starten op een theoretisch niveau. Chua et al. (1999) maken daarom een onderscheid tussen twee soorten definities: theoretisch en operationeel. Een theoretische definitie moet een entiteit, object of fenomeen kunnen onderscheiden van anderen gebaseerd op een conceptuele basis in welke manier de entiteiten, objecten of fenomenen van elkaar verschillen en waarom deze verschillen van belang zijn. In tegenstelling tot een theoretische, identificeert een operationele definitie eerder de observeerbare kenmerken en meetbare karakteristieken, die een entiteit, object of fenomeen onderscheiden van anderen.

Beide types van definitie zijn volgens hen nodig om familiebedrijven effectief te bestuderen. De theoretische definitie voorziet een paradigma voor het studiegebied en de standaarden, waartegen de werkzaamheid van een operationele definitie moet gemeten worden. Zonder theoretische definitie is er namelijk geen standaard om de validiteit van een operationele te determineren en aan de andere kant, kan een theoretische definitie niet toegepast worden zonder een operationele.

Verder geloven ze ook dat een theoretische definitie eerder ook bedrijven moet omvatten waarover twijfel bestaat in plaats van deze bedrijven uit te sluiten. Dit zal leiden tot een beter begrip van het familiebedrijf. Om voorgaande redenen prefereren Chua et al. (1999) eerder een brede definitie waarin verschillende types van familiebedrijven kunnen geïdentificeerd, geklasseerd en vergeleken worden.

3.3.1.3 Een theoretische definitie van het begrip familiebedrijf

Zoals in de vorige secties werd beschreven, gebruiken de meeste auteurs de componenten eigendom en management om familiebedrijven te definiëren. Een definitie, enkel op basis van die componenten, blijkt echter zelden in staat om het juiste onderscheid te maken. Chua et al. (1999) geloven daarom dat een goede definitie, naast bovenstaande componenten, de essentie moet omvatten, die maakt dat familiebedrijven niet over dezelfde kam als andere bedrijven geschoren kunnen worden. De aanwezigheid van die essentie laat vervolgens toe om bedrijven, met dezelfde niveaus van familiaal eigendom en controle, juist te klasseren. Maar wat is nu juist die essentie?

Chua et al. (1999) zijn van mening dat familiebedrijven zich anders gedragen dan andere bedrijven. De unieke essentie van familiebedrijven moet dus in het gedrag terug te vinden zijn. Indien een familiebedrijf een kwestie van gedrag is van de mensen, die de onderneming bezitten en/of *monitoren* en/of managen, dan moeten die mensen zich gedragen om een bepaald doel te dienen.

Chua et al. (1999) zijn van mening dat dit doel bestaat uit het vormen en nastreven van de visie van één of enkele families, die de dominante coalitie binnen het bedrijf controleren. Met visie wordt gewoon de notie voor een betere toekomst voor de familie bedoeld met het bedrijf als middel om die gewenste toekomstige staat te bereiken. Onder dominante coalitie worden de machtige actoren in een organisatie verstaan, die de algemene organisationele agenda bepalen. Om van een familiebedrijf te spreken, is het volgens Chua et al. (1999) tevens vereist dat de dominante coalitie de intentie heeft om de visie op zo een manier te vormen en na te streven zodat ze mogelijk behouden blijft over verschillende generaties van de familie. Om dit op te nemen en tevens alle andere definities uit de literatuur te omsluiten stellen ze volgende definitie voor:

Het familiebedrijf is een bedrijf dat gecontroleerd en/of gemanaged wordt met de intentie om een visie te ontwikkelen en na te streven voor het bedrijf, waarbij deze visie in stand wordt gehouden door een dominante coalitie, die op haar beurt gecontroleerd wordt door de leden van eenzelfde familie of een klein aantal families en dit op een dusdanige manier zodat het tevens mogelijk wordt om deze visie in stand te houden over verschillende generaties van de familie of families.

De definitie veronderstelt familiale eigendom en familiaal management van het bedrijf als middelen om het nastreven van de visie mogelijk te maken. Daar het voldoende is dat de familie de dominante coalitie controleert, moet de familie niet noodzakelijk eigendomscontrole bezitten. Verder incorporeert ze alle definities, die de invloed van de familie op de strategische richting van de onderneming benadrukken (Davis, 1983; Davis & Tagiuri, 1985; Donnelley, 1964; Handler, 1989; Pratt & Davis, 1986). Daar de definitie vereist dat het mogelijk moet zijn om de visie in stand te houden over verschillende generaties incorporeert ze tevens alle definities, die op de mogelijkheid van een familiale opvolger aandringen. De definitie omvat verder ook al de bedrijven waarin de familiale betrokkenheid plaatsvindt in de vorm van opvolgende generaties van management maar niet van eigendom. Tenslotte impliceert de definitie niet dat de visie gedeeld wordt door iedereen of zelfs de meerderheid van de familieleden; noch zou het moeten omdat er dikwijls conflicten plaatsvinden in families. Wat echter wel belangrijk is, is het feit dat de houders van de visie voldoende macht moeten bezitten om deze in de praktijk om te zetten.

3.3.2 Invloed van de familiale factor op de keuze privaat versus publiek

In dit deel wordt de mogelijke invloed van de familiale factor nagegaan op de beslissing om als bedrijf enerzijds privaat te blijven of anderzijds naar de beurs te gaan. Verschillende recente studies tonen aan dat er wereldwijd minstens even veel familiebedrijven bestaan als andere bedrijven en dat deze bovendien meestal besluiten om privaat te blijven (Shleifer & Vishny,

1986; La Porta et al., 1999). En hoewel familiebedrijven dus een vitale rol spelen in de wereldeconomie hebben deze toch relatief weinig aandacht gekregen. Dit is echter vooral te wijten aan de moeilijkheid om betrouwbare gegevens te bekomen omdat deze dikwijls geen publicatieplicht hebben. In deel 3.1 van de literatuurstudie zijn er reeds een aantal voor- en nadelen en drijfveren behandeld waarom bedrijven mogelijk besluiten om privaat te blijven of om naar de beurs te gaan. Die voor- en nadelen gelden echter voor alle bedrijven. In onderstaande paragrafen wordt specifiek nagegaan of en hoe de familiale factor ook een rol speelt in de keuze tussen privaat of publiek. Er wordt met andere woorden nagegaan of familiebedrijven eerder wel of niet geneigd zullen zijn om de stap naar de beurs te zetten, vergeleken met andere niet-familiebedrijven. De literatuur werpt hoofdzakelijk drie theorieën op, die deze problematiek verder toelichten. Vooreerst wordt de *resource based view* van Sirmon & Hitt (2003) besproken, vervolgens de *stewardship theory* (Miller et al., 2008) en daarna wordt nagegaan of de *agency theory* ook een rol speelt in de beslissing van familiebedrijven.

Tenslotte ga ik aan de hand van de literatuur na hoe publieke familiebedrijven presteren, vergeleken met publieke niet-familiebedrijven. Als blijkt dat beursgenoteerde familiebedrijven over het algemeen beter presteren dan andere publieke bedrijven, zou de stap naar de beurs voor familiebedrijven misschien weer iets gemakkelijker worden. Omdat bijna elke onderzoeker het familiebedrijf anders definieert, tracht ik bij elk onderzoek te vermelden wat er precies onder een familiebedrijf wordt verstaan.

3.3.2.1 De resource based view

De resource based view, een prominente theorie in strategisch management, voorziet de logica om te begrijpen hoe familiebedrijven simultaan opportuniteiten en competitief voordeel kunnen bekomen (Sirmon & Hitt, 2003). Deze theorie is vanaf de jaren '80 het dominante perspectief om antwoorden te geven op de centrale vraag van strategisch management; Waarom presteren bepaalde bedrijven beter dan andere (Meyer, 1991)? Dit perspectief geeft aan dat het rendement, behaald door het bedrijf, grotendeels te verklaren is door hun beschikbare bronnen. Familiebedrijven bezitten, vergeleken met andere bedrijven, een aantal unieke bronnen, die door Habbershon & Williams (1999) worden omschreven als een bundel bronnen en hulpmiddelen (familiness), die gecreëerd worden door de interactie en integratie van het familiale en het zakenleven. Deze unieke bronnen kunnen een aantal belangrijke voordelen creëren voor familiebedrijven, doch er gaan ook nadelen mee gepaard. Familiebedrijven, die besluiten om naar de beurs te gaan verliezen doorgaans deze unieke bronnen. Voor dit type private bedrijven spelen er dus nog extra aspecten mee in de overweging om eventueel een beursnotering te bekomen.

Hieronder worden vier bronnen beoordeeld en besproken, die uniek zijn voor familiebedrijven en die dus mogelijk verloren gaan wanneer de onderneming besluit om naar de beurs te gaan.

Meer bepaald worden achtereenvolgens human capital, social capital, patient capital en survivability capital besproken. Deze kunnen elk familiebedrijven differentiëren van niet-familiebedrijven. Zoals net reeds vermeld bezorgen bepaalde attributen van familiebedrijven voordelen om bronnen aan te trekken, terwijl anderen dit juist limiteren.

Human capital

Human capital staat voor de bekomen kennis, vaardigheden en capaciteiten van een persoon, die toelaten tot unieke en nieuwe acties (Coleman, 1988). Het human capital van familiebedrijven is echter gecompliceerd door de aanwezigheid van duale relaties. Familieleden participeren namelijk simultaan in zowel familiale als zakenrelaties in hun persoonlijk en professioneel leven. De dualiteit van deze relaties verhoogt hun complexiteit wat op haar beurt een unieke context voor human capital creëert, vergeleken met niet-familiebedrijven.

Private familiebedrijven ondervinden echter beperkingen in de kwaliteit en kwantiteit van het human capital. Zo toonde Dunn (1995) ondermeer aan dat de betrachting om hoofdzakelijk enkel familieleden te werk te stellen kan leiden tot het aanwerven van suboptimale werknemers. Verder hebben deze bedrijven het dikwijls moeilijk om hoog gekwalificeerde managers aan te werven en te behouden. Gekwalificeerde managers zouden private familiebedrijven vermijden door de exclusieve opvolging, beperkte professionele groeimogelijkheden en beperkingen op de overdracht van rijkdom (Horton, 1986). Samengevat zou de creatie van rijkdom dus beperkt kunnen worden door het beperkt aantal gekwalificeerde managers in deze bedrijven. Deze bedrijven zouden deze beperkingen mogelijk wel kunnen opheffen door naar de beurs te gaan. Op die manier zouden gekwalificeerde managers wel gemakkelijker aangetrokken kunnen worden en tevens zou de corporate governance structuur van de onderneming voor meer controle zorgen wat betreft het invullen van belangrijke vacatures. Er zijn echter ook een aantal belangrijke voordelen, betreffende het human capital voor familiebedrijven, die privaat blijven.

Positieve attributen van het human capital van familiebedrijven bevatten ondermeer de extraordinaire toewijding van het personeel; warme, vriendelijke en intieme onderlinge relaties en de mogelijk tot diepgewortelde, bedrijfsspecifieke tactische kennis (Horton, 1986). Het gevaar bestaat nu dat deze positieve attributen verdwijnen wanneer deze bedrijven een beroep doen op de publieke kapitaalmarkt (Sirmon & Hitt, 2003). Private familiebedrijven zullen dus de voor- en nadelen van het human capital moeten afwegen in hun beslissing om eventueel naar de beurs te gaan.

Social capital

Waar human capital eerder focust op de individuele vaardigheden, gaat het bij social capital voornamelijk over de relaties tussen de individuen of tussen de organisaties. Nahapiet and Ghosal (1998) definiëren social capital als de 'som van de actuele en potentiële bronnen ingebed in, beschikbaar door en afgeleid van het netwerk'. Social capital kan een aantal belangrijke bedrijfsactiviteiten beïnvloeden zoals onder meer het uitwisselen van bronnen tussen ondernemingen, de creatie van intellectueel kapitaal en interorganisatieel leren. Hitt et al. (2001) geeft aan dat social capital in feite zorgt voor informatie, technologische kennis, toegang tot markten en complementaire bronnen. Hierdoor kan social capital dus een zeer belangrijke bron zijn voor een onderneming. Bovendien geeft Coleman (1988) aan dat social capital ook de creatie van human capital bevordert doorheen de verschillende generaties. Private familiebedrijven hebben dikwijls niet de toegang tot deze uitgebreide netwerken. Ze ontberen vaak aan bekendheid en zichtbaarheid, wat het moeilijk maakt om veel social capital op te bouwen. Zo behoren ze ook zelden tot de elitenetwerken zoals bijvoorbeeld de Fortune 500 CEO's. Door naar de beurs te gaan kunnen ze dit euvel mogelijk verhelpen. Dus ook hier zullen ze een afweging moeten maken tussen de voor- en nadelen van social capital in hun overweging om naar de beurs te gaan.

Patient financial capital

Private familiebedrijven ondervinden, wat betreft de financiering van hun investeringen en bedrijfsactiviteiten, ook een aantal voor- en nadelen, vergeleken met andere niet private bedrijven of niet-familiebedrijven. Negatief voor deze bedrijven is het feit dat ze slechts beperkte bronnen kunnen aanspreken voor het aantrekken van extern kapitaal. Verder zijn ze doorgaans door hun beperkte grootte ook niet gerechtvaardigd om obligaties uit te vaardigen. Hierdoor hebben deze bedrijven dus geen toegang tot de traditionele aandelen- en schuldmarkten, die wel toegankelijk zijn voor vele niet-familiebedrijven en familiebedrijven, die op de beurs genoteerd staan.

Private familiebedrijven hebben echter ook een aantal voordelen, wat de financiering betreft. Zo zijn ze namelijk beter in staat om een effectieve structuur te voorzien om het financieel kapitaal te beheren, aangezien ze over het algemeen een langere investeringshorizon voor ogen hebben en hier de nadruk minder ligt op korte termijn resultaten, vergeleken met andere bedrijven. Verder zorgt het verlangen om het bedrijf voort te zetten voor toekomstige generaties ook voor een speciale motivatie om het kapitaal effectief te managen (Gallo & Vilaseca, 1996). Deze investeringsstrategie creëert belangrijk en wenselijk patient capital (Reynolds, 1992).

Patient capital is kapitaal dat geïnvesteerd is zonder dreiging van liquidatie en dat voor een lange periode (Dobrzynski, 1993). Patient capital verschilt dus van ander kapitaal in de beoogde tijd van de investering. Bedrijven met veel patient capital –zoals private familiebedrijven- zijn meer capabel om creatieve en innovatie strategieën na te streven (Kang, 2000). Patient capital kan dus een belangrijke bron zijn voor familiebedrijven.

Ook wat het aantrekken en managen van financiering betreft ondervinden private familiebedrijven voor- en nadelen vergeleken met publiek en niet-familiebedrijven. In hun overweging om eventueel naar de beurs te gaan, moeten ze deze dus best ook meenemen in hun analyse.

Survivability Capital

Een andere belangrijke unieke bron voor familiebedrijven is tenslotte het zogenaamd survivability capital van de onderneming. Dit staat voor de verzameling van persoonlijke bronnen, die familieleden bereid zijn om te lenen, te delen of bij te dragen ten voordele van het familiebedrijf (Horton, 1986). Deze persoonlijke bronnen zijn beschikbaar door de dualiteit van familiale en zakenrelaties en door de warmte, toegewijdeheid en verplichtingen van de familieleden. Survivability capital kan de onderneming helpen blijven bestaan in slechte economische tijden of na bijvoorbeeld een niet-succesvolle uitbreiding. Dit veiligheidsnet is vanzelfsprekend minder waarschijnlijk aanwezig in niet-familiebedrijven of publieke familiebedrijven, door de afwezigheid van trouw, sterke banden en lange termijn verplichtingen bij het personeel. De waarde van het survivability capital is verder ook niet voor alle familiebedrijven hetzelfde, maar varieert met de karakteristieken van de familie en de onderneming.

Private familiebedrijven, die besluiten om naar de beurs te gaan, zullen vanzelfsprekend een groot deel van dit survivability capital verliezen en daardoor meer kans hebben om failliet te gaan in slechte economische tijden. Langs de andere kant zullen deze beursgenoteerde bedrijven ook gemakkelijker aan vers kapitaal komen door de beschikbaarheid van de externe kapitaalmarkten. Familiebedrijven, die er aan denken om de stap naar de beurs te zetten zullen daarom ook de voordelen van deze unieke bron moeten meenemen in hun beslissing.

Conclusie

Zoals reeds in deel één van de literatuurstudie gelezen kon worden, zijn private controlevoordelen één van de belangrijkste redenen waarom ondernemingen er dikwijls voor kiezen om privaat te blijven. Verder bleek ook dat deze private controlevoordelen voor familiebedrijven extra belangrijk zijn (Klasa, 2007).

En hoewel veel familiebedrijven dus eerder privaat blijven om de controle te behouden spelen er toch nog andere specifieke determinanten een belangrijke rol in hun beslissing om eventueel naar de beurs te gaan. Sirmon & Hitt (2003) leggen in hun *resource based view* theorie uit dat familiebedrijven, vergeleken met andere ondernemingen, een unieke bundel bronnen en hulpmiddelen bezitten, die ontstaat door de interactie en integratie van het familiale met het zakenleven. Meyer (1991) geeft verder aan dat het rendement van een onderneming grotendeels bepaald wordt door haar beschikbare bronnen. De familiebedrijven zullen de voor- en nadelen van deze unieke bronnen dan ook zeker meenemen in hun beslissing. Indien ze naar de beurs gaan, zullen ze belangrijk human, patient en survivability capital verliezen maar anderzijds zullen ze ook beter in staat zijn om bijvoorbeeld hoog gekwalificeerde managers aan te werven en sneller en gemakkelijker kapitaal aan te trekken. De waarde van deze unieke bronnen varieert echter tussen familiebedrijven, doordat elk bedrijf en familie andere karakteristieken heeft. Familiebedrijven, waar deze bronnen veel waarde hebben, zullen bijgevolg ook minder snel naar de beurs gaan dan familiebedrijven, waar deze bronnen minder waarde hebben.

3.3.2.2 De stewardship theory

De meeste literatuur, die over familiebedrijven verschijnt, is onder te brengen in twee tegengestelde kampen: namelijk in het stewardship perspectief of in het stagnerende perspectief. Het stewardship perspectief beschouwt familiebedrijven als een heilzame organisationele vorm, die bevorderlijk is voor het lange termijn bestaan en voor gunstige relaties met de stakeholders (James, 2006). In scherp contrast hiermee is het stagnerend perspectief dat familiebedrijven ziet als stagnerende relikwieën en vertragers van de economische vooruitgang – bedrijven, die te conservatief zijn, te weinig beschikbare bronnen hebben, weinig groeien en bijgevolg een kort bestaan genieten (Bertrand & Schoar, 2006).

Miller et al. (2008) hebben deze theorieën empirisch onderzocht door een steekproef Amerikaanse kleinere familiebedrijven (< 100 werknemers) te vergelijken met een steekproef Amerikaanse bedrijven, die niet door een centrale familie gecontroleerd worden. Ze vonden veel meer steun voor het stewardship perspectief, wat aangeeft dat de familiale bedrijfsvorm, tenminste wat kleine bedrijven betreft, in vele opzichten een extra levendige is. Bedrijven, in het bezit van een familie, hebben meer aandacht voor continuïteit, de werknemersgemeenschap en het leggen van sterke, diepgewortelde connecties met klanten en andere stakeholders. De grotendeels negatieve portretten over familiebedrijven houden bovendien geen steek. De resultaten van Miller et al. (2008) helpen inderdaad om het recente onderzoek, dat aantoonde dat familiebedrijven beter presteren en langer overleven (Anderson & Reeb, 2003), te verklaren en geeft nog maar eens aan waarom familiebedrijven nog steeds de dominante ondernemingsvorm in de wereld zijn, zowel wat grote als kleine bedrijven betreft (La Porta et al., 1999).

Miller et al. (2008) stellen echter wel dat deze bevindingen niet gelden voor grote publieke familiebedrijven, aangezien hier de afstand tussen de familie en het bedrijf zou kunnen toenemen waardoor de familie eerder het motief zal hebben om de onderneming uit te buiten in plaats van de continuïteit te waarborgen. Er wordt bijvoorbeeld geargumenteed dat in beursgenoteerde bedrijven, die door een familie gecontroleerd worden, door middel van piramidestructuren en aandelen met bevoorrecht stemrecht, de familieleden persoonlijke voordelen trachten te oogsten ten koste van de onderneming (Bertrand & Schoar, 2006). Bovendien zullen de problemen, dat incompetentere familiale managers toch mogen aanblijven, ondanks zeer slechte prestaties ook toenemen en in het bijzonder na de generatie van de stichter. Onder deze voorwaarden zal het belang van het stewardship perspectief afnemen en dat van het stagnerend perspectief toenemen.

Conclusie

Miller et al. (2008) bewezen het belang van het stewardship perspectief voor kleine private familiebedrijven. De controlerende familieleden zien het bedrijf als het middel om de toekomst van de volgende generaties te verzekeren. Om dit te verwezenlijken hechten ze, vergeleken met andere private bedrijven, extra belang aan de continuïteit en de werknemersgemeenschap binnen de onderneming en bovendien dragen ze het leggen van diepgewortelde connecties met de verschillende stakeholders ook hoog in het vaandel. Private familiebedrijven blijken ook vaak een langere levensduur beschoren dan anderen private bedrijven (Anderson & Reeb, 2003), wat nog maar eens het stewardship perspectief bevestigd ten koste van het stagnerend perspectief.

Miller et al. (2008) stellen echter wel dat het stagnerend perspectief aan belang zal toenemen wanneer familiebedrijven de stap naar de beurs maken. Doordat de afstand tussen de familie en het bedrijf groter wordt, zullen de familieleden eerder geneigd zijn om het bedrijf uit te buiten in plaats van de continuïteit te waarborgen. Private familiebedrijven zullen dus ook hier rekening mee moeten houden wanneer ze overwegen om naar de beurs te gaan. Indien het de betrachting is om door middel van het familiebedrijf de toekomst van de volgende generaties te verzekeren, is het misschien eerder aangeraden om de private status te waarborgen.

3.3.2.3 De agency theory

Het principaal-agent model heeft een diepgaande invloed op de corporate governance theorie (Jensen, 1998). Centraal in deze theorie staat dat managementbeslissingen sterk beïnvloed worden door de eigenaarstatus van elke beslissingsnemer, die actief is in de raad van bestuur. De posities van buitenstaande eigenaars en eigenaar-managers zijn verschillend. Buitenstaanders verkiezen het nemen van groeigeoriënteerd risico omdat ze enkel winst kunnen maken door appreciatie van de aandeelhouderswaarde.

Tevens zijn ze ook onverschillig over het risiconiveau van een bepaalde investering, genomen door een gegeven onderneming, omdat ze dat risico kunnen reduceren door het aanhouden van een gediversifieerde portfolio. In contrast hiermee, zullen eigenaars, die een private onderneming leiden, hun waarde definiëren in termen van nut en dus zullen ze risico's nemen die evenredig zijn met hun voorkeuren voor bepaalde uitkomsten. Deze bevatten niet enkel financiële en niet-financiële voordelen, maar ook het nut dat gegenereerd wordt door het vermogen om autoriteit uit te oefenen, door de strategie te dicteren en door te bepalen welke investeringen het bedrijf zal ondernemen.

Zou een eigenaar-manager nu aandelen moeten afstaan aan buitenstaanders? De agency theorie voorspelling is dat veranderingen in de motivatie van de eigenaar-manager de waarde van de onderneming zullen verminderen. Meer specifiek, zullen eigenaar-managers nu de motivatie krijgen om zich opportunistisch te gaan gedragen en beslissingen te nemen die hun eigen interesses promoten, in tegenstelling tot de interesses van de buitenstaande aandeelhouders, omdat ze enkel een fractie van de kosten dragen of voordelen krijgen van hun beslissingen (Fama & Jensen, 1983a). Verdeelde eigendom creëert op deze manier agency problemen: Het geeft eigenaar-managers de motivatie om te profiteren van het kapitaal van buitenstaande eigenaars en om consumptie te verkiezen boven investeringen.

Agency kosten verschijnen wanneer eigendom en controle worden gescheiden. Fama & Jensen (1983b) hebben lang verondersteld dat familie governance deze kosten minimaliseert. Ze stelden namelijk dat familieleden verschillende dimensies van uitwisseling hebben met elkaar over een lange tijdshorizon, die leiden tot voordelen wat betreft supervisie en het disciplineren van familie-gerelateerde beslissingsagenten. Het verwantschap tussen de familieleden zou verder het eigenbelang en de conflicten temperen door het bevorderen van de loyaliteit en toewijding tot de familie en de onderneming. Het resultaat hiervan, concludeerden Fama & Jensen (1983a), is dat 'speciale relaties met andere beslissingsagenten toelaten dat agency problemen gecontroleerd kunnen worden zonder scheiding van management en controle.

Het is dus verleidelijk om te concluderen dat familiale eigendom en management op een natuurlijke wijze de agency kosten minimaliseren. Deze zienswijze houdt echter geen rekening met het feit dat deze bedrijven dikwijls geplaagd worden door conflicten, waardoor ze failliet kunnen gaan (Levinson, 1971) en dat ze kwetsbaar zijn voor een bepaalde vorm van inertia, die het beslissingproces kunnen verzieken en daardoor het overleven van het bedrijf bedreigen (Meyer & Zucker, 1989). Het positieve portret van familiebedrijven, wat betreft agency kosten, wordt verder aangetast door de recente studie van Schulze et al. (2001), die aantoonde dat familiaal altruïsme ook een donkere kant heeft. Hoewel altruïsme het eigenbelang tempert en de loyaliteit bevordert, kan het er ook voor zorgen dat sommige agency voordelen worden tenietgedaan door freeriding en andere agency problemen.

De conclusie van Schulze en collega's was dat het management door de familiale eigenaars de agencykosten niet noodzakelijk minimaliseert en ze in bepaalde gevallen zelfs verhoogt.

Volgens het agent-principaal model zorgt eigendom voor de beslissingsnemers, gepaard met controle door de raad van bestuur, voor een efficiënte oplossing van de conflicten, veroorzaakt door verdeelde eigendom om drie redenen: (1) eigendom voor de beslissingsnemers brengt de risico preferenties in lijn met deze van de buitenstaande aandeelhouders; (2) Liquide aandelenmarkten limiteren de kosten, veroorzaakt door conflicten in de raad van bestuur, doordat het mogelijk is om de aandelen snel op te kopen of te verkopen; (3) stemmingen genereren economisch efficiënte uitkomsten (Jensen & Smith, 1985). Schulze et al. (2003) argumenteren echter dat deze theoretische mechanismen niet zo operationeel zijn wanneer bedrijven privaat bezit en gemanaged worden door de familie.

Ten eerste impliceert de agency theorie assumptie, die zegt dat meer eigendom voor de managers er voor zorgt dat de belangen met de andere aandeelhouders op één lijn worden gebracht, dat individuen economisch rationeel zijn en hun rijkdom willen maximaliseren. Economen die het gedrag van de mens bestuderen, zoals Thaler & Shefrin (1981), stellen echter dat individuen gemotiveerd worden door een idiosyncratische set van voorkeuren en dat ze bovendien gedreven zijn om het nut van al die voorkeuren te maximaliseren. Door een gebrek aan bronnen kunnen de leden van de raad van bestuur hun voorkeuren echter dikwijls niet simultaan verwezenlijken waardoor er conflicten de kop op steken. Waar publieke bedrijven kunnen terugvallen op externe governance mechanismen om de nadelige effecten te minimaliseren, kunnen private familiebedrijven dit niet omdat privaat eigendom hen isoleert van de disciplines, die de externe markt voorziet. Ten tweede ondervinden familieleden, die lid zijn van de raad van bestuur en zelf eigendom binnen het bedrijf hebben, hogere exit kosten. Er zijn namelijk geen liquide markten voor hun aandelen en verder gaan er ook significante emotionele kosten gepaard met het verlaten van het familiebedrijf. Dit alles zorgt ervoor dat de conflicterende familieleden dikwijls het bedrijf niet verlaten. De opstekende conflicten worden daardoor hardnekkiger waardoor een consensus moeilijker te bereiken wordt. Tenslotte zijn familiebedrijven ook kwetsbaar voor imperfecte stemmingsuitkomsten doordat de CEO ondermeer dikwijls meer macht heeft om te stemmen, in vergelijking met zijn aandelen. Samengevat zorgt de gecombineerde invloed van privaat eigendom en familiaal management voor een web van drijfveren, die de governance van het familiebedrijf ondermijnen en de agencykosten van verdeeld eigendom doen toenemen.

Conclusie

Fama & Jensen (1983) hebben lang gedacht dat de speciale relaties tussen de beslissingsagenten in een privaat familiebedrijf, de agency problemen onder controle konden houden, zonder scheiding van management en eigendom. Deze zienswijze hield echter geen rekening met het feit dat deze bedrijven dikwijls geplaagd worden door interne conflicten (Levinson, 1971) en dat het familiaal altruïsme ook een donkere kant heeft. Een studie van Schulze et al. (2001) toonde namelijk aan dat familiaal altruïsme er in sommige gevallen voor zorgt dat bepaalde agencyvoordelen teniet worden gedaan door freeriding en andere agencyproblemen. Private familiebedrijven hebben dus ook te kampen met agencykosten. Wanneer deze bedrijven nu besluiten om naar de beurs te gaan, zal er een gedeelte van de aandelen in handen komen van buitenstaande investeerders, die willen dat het rendement van het bedrijf zo hoog mogelijk ligt. Daar de familiale eigenaars nog maar een fractie van de mogelijke voordelen of winsten gaan verkrijgen, zullen ze niet in staat zijn om hun financiële voorkeuren te scheiden van deze van aandeelhouders, die niet tot de familie behoren, waardoor het bedrijf haar maximale winsten zal ontlopen (Shleifer & Vishny, 1986).

Zowel private als publieke familiebedrijven hebben dus te kampen met agency kosten. Uit de literatuur blijkt echter niet duidelijk of deze kosten nu hoger liggen voor publieke of private bedrijven. Dit is voornamelijk te wijten aan het feit dat het onderzoek zich de laatste decennia bijna exclusief gericht heeft op de agencyproblemen in publieke bedrijven. Het onderzoek naar agencyproblemen in private familiebedrijven staat nog maar in zijn kinderschoenen. Tevens variëren de agencykosten ook van bedrijf tot bedrijf, van manager tot manager en ook het niveau van controle speelt een belangrijke rol (Fama & Jensen, 1983b). Toch staat vast dat private familiebedrijven, die overwegen om naar de beurs te gaan, ook de agency problematiek in hun analyse moeten betrekken.

3.3.2.4 Relatieve prestaties van publieke familiebedrijven

In onderstaande paragraaf wordt aan de hand van de literatuur nagegaan hoe efficiënt publieke familiebedrijven presteren, vergeleken met andere beursgenoteerde bedrijven.

Familiebedrijven bezitten vanzelfsprekend heel wat private controlevoordelen en bijgevolg wordt dit type van bedrijven vaak geassocieerd met een zwakkere governance (Anderson & Reeb, 2003). Hoewel vele onderzoekers de precieze oorsprong van deze private controlevoordelen niet specificeren, gaan ze er echter wel impliciet van uit dat deze voordelen ten koste gaan van de efficiëntie van het bedrijf (o.a. Burkhart et al., 2003; Zingales, 1994;...).

De consumptie van deze voordelen hoeft echter niet noodzakelijk gepaard te gaan met een lagere efficiëntie. Colruyt NV, één van de bekendste familiebedrijven van België, staat behalve haar laagste productprijzen ook bekend om haar uitstekende bedrijfsresultaten. Zelfs in de afgelopen financiële crisis (2009-2010) slaagde Colruyt NV er toch in om verder te groeien. Ook de literatuur bewijst dat familiebedrijven in sommige omstandigheden meer efficiënt lijken te presteren dan andere ondernemingen (Anderson & Reeb, 2003). Villalonga & Amit (2006) tonen aan dat dit in het bijzonder het geval is wanneer de stichter(s) in de raad van bestuur zetelen of de functie van CEO vervullen. Hieronder volgt een overzicht van de theoretische en empirische bevindingen, die terug te vinden zijn in de literatuur.

A. Theoretisch

Burkhart et al. (2003), Zingales (1994) en vele andere onderzoekers zijn van mening dat familiebedrijven dikwijls matiger presteren dan andere bedrijven. Ze wijten dit hoofdzakelijk aan de consumptie van private controlevoordelen en de afwezigheid van een goede corporate governance structuur in dergelijke bedrijven. Stichters van familiebedrijven willen vaak het management ook niet uit handen geven maar zijn echter niet altijd ideaal gekwalificeerd om het bedrijf te leiden daar ze vaak vooral gespecialiseerd zijn in een bepaald specifiek vakgebied. Ze ontberen dus vaak de juiste managementvaardigheden waardoor het bedrijf niet optimaal geleid zal worden. Een andere reden waarom stichters of familieleden van de stichter(s) de controle willen behouden is de vaak zwakke governance structuur in het bedrijf waardoor ze veel macht hebben om private controlevoordelen te benutten en waarde te onttrekken aan andere aandeelhouders (Fama & Jensen, 1983). Demsetz & Lehn (1985) argumenteert verder dat zulke eigenaars eerder zullen kiezen voor niet-geldelijke consumptie en op die manier schaarse middelen niet altijd zullen toewijzen aan winstgevendende projecten. Shleifer & Vishny (1997) observeren dat de hoge premies, geassocieerd met superieure aandelen of stemrechten bewijs leveren dat controlerende aandeelhouders wel degelijk de intentie hebben om private voordelen te onttrekken aan de onderneming. Meer algemeen zullen familiebedrijven met grote, ongediversifieerde aandeelhouders dus de maximaal mogelijke winsten mislopen doordat ze niet in staat zijn om hun financiële voorkeuren te scheiden van deze van aandeelhouders, die niet tot de familie behoren.

De notie dat bedrijven met grote, geconcentreerde aandeelhouders inherent minder efficiënt zijn, is echter niet universeel. Demsetz & Lehn (1985) geven aan dat gecombineerd eigendom en controle ook voordelig kan zijn. Zo kunnen grote aandeelhouders bijvoorbeeld ervoor zorgen dat het management minder vrijheid heeft om middelen te onttrekken van de onderneming. Behalve deze voordelen, geeft James (1999) ook aan dat familiebedrijven vaak een langere investeringshorizon hebben, hetgeen leidt tot meer efficiënte investeringen. Familiale aandeelhouders zijn immers geneigd om nog lang aandeelhouder te blijven.

Stein (1999) toont vervolgens aan dat deze aandeelhouders verhinderen dat managers beslissingen nemen, die de onderneming enkel op korte termijn ten goede komen. Familiebedrijven hebben in de vorm van een betere supervisie van het management, een langere investeringshorizon en veel gespecialiseerde kennis dus ook dikwijls voordelen vergeleken met andere bedrijven. Wat weegt nu het meest door; De nadelen of de voordelen? De empirische onderzoeken wijzen eerder op een groter gewicht van de voordelen. Familiebedrijven presteren vaak minstens even efficiënt en dikwijls zelfs beter dan niet-familiebedrijven.

B. Empirisch

Anderson & Reeb (2003) onderzochten de relatie tussen familiaal eigendom (van de stichter(s)) en de bedrijfsprestaties in grote publieke ondernemingen in de V.S. Hierbij maakten ze gebruik van een steekproef van de Standard & Poor's 500 bedrijven tussen 1992 en 1999. Om familiebedrijven te identificeren, keken ze naar het relatieve vermogensaandeel van de familie van de stichter(s) en/of naar de aanwezigheid van familieleden in de raad van bestuur. Hun steekproef bestaat uit 403 ondernemingen waarvan er 137 als familiebedrijven geïdentificeerd werden. Als prestatie maatstaven gebruikten ze naast de Tobin's q voornamelijk de ROA. Uit hun resultaten blijkt dat familiebedrijven minstens evengoed presteren dan de andere bedrijven. Wanneer enkel winst gebaseerde maatstaven (ROA) voor de bedrijfsprestaties worden gebruikt concluderen ze dat familiebedrijven zelfs significant beter presteren dan niet-familie bedrijven. Dit is nog meer uitdrukkelijk het geval wanneer de CEO tevens lid is van de familie. Ook wanneer de marktgebaseerde maatstaven (Tobin's q) gebruikt worden om de bedrijfsprestaties te meten, zijn de conclusies hetzelfde. Hun analyse bewijst verder wel dat de relatie tussen familiale eigendom en bedrijfsprestaties in grote publieke ondernemingen niet uniform is over alle niveaus van familiale eigendom. Ze tonen aan dat de bedrijfsresultaten eerst tot op een bepaald punt toenemen naar mate het familiale eigendom stijgt om vervolgens terug af te nemen wanneer het familiale eigendom te groot is geworden. Hun resultaten impliceren samenvattend dus dat in goed gereguleerde en transparante markten, familiebedrijven in publieke markten minder last hebben van agency problemen, zonder dat dit leidt tot ernstige verliezen in de efficiëntie van beslissingen. Ook La Porta et al. (1999) & Shleifer and Vishny (1986) kwamen in vergelijkende Amerikaanse studies tot dezelfde resultaten.

Dat er een positief verband bestaat tussen familiale eigendom en de prestaties van de onderneming wordt ook bewezen voor publieke bedrijven in continentaal Europa. Barontini & Caprio (2006) onderzochten de relatieve prestaties van bedrijven, gecontroleerd door een familie, door middel van een steekproef van 675 publieke ondernemingen uit elf Europese landen.

Uit hun studie bleek dat de waardering en de prestaties significant hoger zijn voor familiebedrijven waar de stichter de controle heeft en in familiebedrijven, gecontroleerd door de afstammelingen van de stichter, die als niet-uitvoerende directeuren in de raad van bestuur zetelen. Wanneer één van de afstammelingen echter de positie van CEO bekleedt, blijken familiebedrijven niet meer significant verschillend te presteren dan andere bedrijven. Maury (2006) gebruikte een steekproef van 1.672 publieke bedrijven uit West-Europa om de relatieve prestaties van bedrijven, gecontroleerd door een familie, te onderzoeken. Uit zijn onderzoek komt naar voren dat bedrijven, die actief gecontroleerd worden door een familie, significant beter presteren dan andere bedrijven. Wanneer de familie, het bedrijf echter passief controleert, blijkt er geen significant verschil meer te zijn in prestaties.

De resultaten wijzen echter niet allemaal in dezelfde richting. Zo komen Holderness & Sheehan (1988), in tegenstelling tot Anderson & Reeb (2003), in hun studie van Amerikaanse publieke bedrijven tot de conclusie dat familiebedrijven een lagere Tobin's q hebben dan andere bedrijven. Andere studies (o.a. Helwege & Packer, 2005) tenslotte, waar familiebedrijven gedefinieerd worden als zijnde bedrijven waarin een bepaalde familie de controlerende of grootste aandeelhouder is, tonen aan dat hoewel controlerechten een belangrijke rol spelen in de beslissing om eventueel naar de beurs te gaan, ze echter geen bepalend effect hebben op de prestaties.

In een poging om deze conflicterende resultaten te verzoenen stellen Villalonga & Amit (2006) dat het belangrijk is om een onderscheid te maken tussen drie fundamentele elementen in de definitie van familiebedrijven: eigendom, controle en management. Om de problematiek rondom de relatieve efficiëntie van familiebedrijven te begrijpen is het belangrijk om een onderscheid te maken tussen de geïsoleerde effecten van familiale eigendom, controle en management op de prestaties van familiebedrijven. Deze drie effecten kunnen namelijk onderling erg verschillend zijn waardoor de manier waarom familiebedrijven worden geïdentificeerd (op basis van eigendom, controle of management) erg bepalend worden voor de gevonden resultaten. Villalonga & Amit (2006) gebruikten panel data tussen 1994 en 2000 van 508 Amerikaanse bedrijven, die in deze periode in de Fortune 500 lijst stonden, om de individuele en gezamenlijke impact van familiaal eigendom, controle of management op de waarde van de onderneming te achterhalen. Hun algemene conclusie over het feit of familiebedrijven gemiddeld beter of slechter presteren dan andere is afhankelijk van de manier waarop de drie elementen in de definitie worden opgenomen. Zo tonen ze aan dat familiale eigendom enkel waarde creëert wanneer het gecombineerd wordt met bepaalde vormen van familiale controle en management. Meer specifiek blijkt de waarde van de onderneming significant hoger te zijn wanneer de familie ook zetelt in het management en in het bijzonder wanneer de stichter de rol van CEO of voorzitter van de raad van bestuur vervult.

De waarde van de familiebedrijven vermindert echter wel wanneer nakomelingen van de stichter en dus niet de stichter zelf de rol van CEO vervullen. Tenslotte geven hun bevindingen ook aan dat het klassieke eigenaars-manager conflict (agency probleem 1) kostelijker is in niet-familiebedrijven dan het conflict tussen familiale en niet-familiale aandeelhouders in familiebedrijven waar de CEO tevens de stichter van het bedrijf is. Het conflict tussen familiale en niet-familiale aandeelhouders blijkt dan echter wel weer kostelijker te zijn in familiebedrijven waar een nakomeling van de stichter de rol van CEO vervult, vergeleken met niet-familiebedrijven.

Conclusie

Het antwoord op de vraag of publieke familiebedrijven relatief minder of meer efficiënt presteren is, zoals hier boven gelezen kon worden, niet eenduidig te beantwoorden. Zowel de verschillende theorieën als onderzoeken leveren conflicterende resultaten. Demsetz & Lehn (1985), James (1999) en Stein (1999) tonen theoretisch aan dat familiebedrijven efficiënter zouden kunnen presteren omwille van verschillende voordelen in de vorm van een betere supervisie van het management, een langere investeringshorizon en veel gespecialiseerde kennis. Burkhart et al. (2003), Zingales (1994) en vele andere onderzoekers zijn dan weer van mening dat familiebedrijven dikwijls matiger presteren dan andere bedrijven. Ze geven een zwakkere governance structuur en dus de consumptie van private controlevoordelen en vaak beperkte managementcapaciteiten als belangrijkste redenen waardoor familiebedrijven haar maximale winsten zullen mislopen. Ook de empirische resultaten wijzen niet allemaal in dezelfde richting. Zo vinden Anderson & Reeb (2003), La Porta et al. (1999), Barontini & Caprio (2006) en Maury (2006) dat familiebedrijven beter of minstens even efficiënt presteren als andere terwijl onder meer (Holderness & Sheehan, 1988) net het tegenovergestelde aantonen.

In een poging om deze conflicterende resultaten te verzoenen stellen Villalonga & Amit (2006) dat het belangrijk is om een onderscheid te maken tussen drie fundamentele elementen in de definitie van familiebedrijven: eigendom, controle en management. Hun algemene conclusie over het feit of familiebedrijven gemiddeld beter of slechter presteren dan andere is afhankelijk van de manier waarop de drie elementen in de definitie worden opgenomen.

Hoofdstuk 4: Empirische studie

Na een uitgebreide literatuurstudie tracht ik in dit deel de proef op de som te nemen door middel van een empirische studie. Het opzet van deze studie is om inzicht te krijgen in de verschillende determinanten, die Belgische ondernemingen mogelijk doen beslissen om enerzijds naar de beurs te gaan of anderzijds privaat te blijven. Omdat het onmogelijk is om alle Belgische ondernemingen in mijn studie te betrekken, ga ik gebruik maken van een steekproef. De bedoeling is om een steekproef private ondernemingen te trekken en deze aan de hand van een logit regressie te vergelijken met een even grote steekproef beursgenoteerde bedrijven. De verdere opbouw is als volgt: vooreerst worden de hypothesen geformuleerd, vervolgens wordt het gebruikte regressiemodel voorgesteld en toelichting gegeven bij de keuze van de variabelen en tenslotte wordt de regressie uitgevoerd en de resultaten gepresenteerd.

4.1 Hypothesen

De literatuur is theoretisch erg uitgebreid over de mogelijke determinanten, die bedrijven doen beslissen om eventueel naar de beurs te gaan of privaat te blijven. Private controlevoordelen worden vermeld als de belangrijkste reden voor bedrijven om privaat te blijven, terwijl het financieren van groeimogelijkheden, het diversifiëren van het ondernemingsrisico en de waarde van een publieke aandelenprijs worden genoemd als belangrijkste drijfveren om de stap naar de beurs te zetten. Wat het empirisch onderzoek rond deze topic betreft is het een heel stuk minder. Voor België is hieromtrent zelfs nog geen onderzoek gedaan. Daarom leek het me uitermate nuttig om aan de hand van een crosssectionele dataset inzicht te krijgen in deze materie. Aan de hand van de hierboven genoemde theoretische inzichten en de beperkte verrichte empirische studies ben ik tot de volgende hypothesen gekomen:

Determinant 1: private controlevoordelen

1. Belgische bedrijven, die gecontroleerd worden door een familie hebben meer kans om privaat te zijn dan Belgische bedrijven die gecontroleerd worden door het management of venture capitalists of private equity investors omwille van het grotere belang van private controlevoordelen.

2. Belgische bedrijven uit de sport- en mediasector hebben een grotere kans om privaat te zijn omwille van het grotere belang van private controlevoordelen.

Determinant 2: Groeimogelijkheden

3. *Belgische bedrijven, die veel groeimogelijkheden bezitten, zijn meer waarschijnlijk publiek dan privaat.*

4. *Belgische bedrijven, die een hoge mate van leverage hebben, hebben meer kans om privaat dan wel publiek te zijn.*

Determinant 3: Diversificatie van de aandeelhouders

5. *Belgische bedrijven met een erg verdeeld aandeelhouderschap hebben meer kans om publiek dan wel privaat te zijn.*

6. *Belgische bedrijven met een hoog ondernemingsrisico hebben meer kans om publiek dan wel privaat te zijn.*

Determinant 4: Waarde van een publieke aandelenprijs

7. *Belgische bedrijven met weinig institutionele aandeelhouders hebben meer kans om privaat dan wel publiek te zijn.*

8. *Belgische bedrijven, die actief zijn in de retailsector, hebben meer kans om privaat dan wel publiek te zijn.*

4.2 Model en variabelen

4.2.1 Model

In een poging om de geformuleerde hypothesen te testen en bijgevolg een beter inzicht te verwerven in de relevante determinanten, die Belgische bedrijven doen beslissen om privaat te blijven of naar de beurs te gaan, schatten we een logit regressiemodel en gaan we na welke verklarende variabelen significant voorspellen of een onderneming publiek is. Aangezien we beperkt zijn door de beschikbare data, is het onmogelijk om alle theorieën, samengevat in bijlage A, te testen. De opgestelde hypothesen vijf en zeven kunnen om die reden niet getest worden en vallen dus weg. Hypothese twee kan ook niet getest worden omdat geen enkele van de overgebleven 104 publieke ondernemingen in één van deze sectoren actief zijn. Hypothese acht, kan tenslotte ook niet meer getest worden omdat ik door de kleine populatie publieke ondernemingen genoodzaakt was om te werken met gematchede private ondernemingen. De verklarende en controle variabelen van het gebruikte logit model, dat de kans aangeeft of het bedrijf publiek is, zijn de volgende:

$$\Pr(\text{Beursgenoteerd}=1) = \beta_1(\text{referentieaandeelhouder}) + \beta_2(\text{Capex/totale activa}) + \beta_3(\text{Verkoopsgroei}) + \beta_4(\text{Leverage}) + \beta_5(\text{Rentededkking}) + \beta_6(\text{Immateriële activa/totale activa}) + \beta_7(\text{Log van activa}) + \beta_8(\text{Leeftijd}) + \beta_0$$

Waarbij de afhankelijke variabele de waarde 1 aanneemt indien de onderneming beursgenoteerd is en de waarde 0 in het geval dat de onderneming privaat is. De beslissing om een logit model te gebruiken in plaats van een probit model is gebaseerd op de assumptie dat zelfs extreme waarden van de verklarende variabelen niet eenduidig voorspellen of een bedrijf beursgenoteerd is. Daarom is de logit kansverdelingsfunctie, met haar iets dikkere staarten, in vergelijking met de normale standaardverdeling meer aangewezen.

4.2.2 Variabelen

Hieronder worden de gebruikte variabelen verder toegelicht. Meer bepaald wordt verduidelijkt welke variabelen welke determinanten trachten te meten en tevens wordt de keuze van de variabelen aan de hand van de achterliggende theorieën verantwoord. Vermeld dient echter wel te worden dat de gebruikte variabelen slechts proxy's zijn voor de te meten determinanten. Deze proxy's meten dus nooit volledig de achterliggende determinant en bovendien kan dezelfde proxy soms gebruikt worden om verschillende determinanten te meten.

4.2.2.1 Verklarende variabelen

Private controlevoordelen

A. Referentieaandehouder

We identificeren 4 verschillende gevallen van meerderheidseigendom in het bedrijf door het groeperen van investeerders. Zo kan er een onderscheid gemaakt worden tussen bedrijven, waar de referentieaandehouder (a) familieleden van de CEO of stichter(s), (b) management (functionarissen en directeuren), (c) venture capital of private equity investors, en (d) andere zijn.

Om de referentieaandehouder te bepalen, ben ik, geïnspireerd door La Porta et al. (2008), nagegaan welke aandelhouders meer dan 10% van een bepaald bedrijf bezitten. Vervolgens kijk ik wie van deze aandelhouders de grootste is en deze wordt dan uiteindelijk geïdentificeerd als referentieaandehouder. Als voorbeeld zal ik de bepaling van de referentieaandehouder van het beursgenoteerde bedrijf Ablynx hierna toelichten. Twee aandelhouders hebben meer dan 10% van de aandelen van deze onderneming. Meer bepaald bezitten Sofinova capital IV FCPR en Abingworht Bioventures IV L.P. respectievelijk 15,92 en 10,27 procent. Daar Sofinova capital IV FCPR de grootste is, wordt deze geïdentificeerd als referentieaandehouder. Enig opzoekingswerk leert vervolgens dat dit een venture capitalist is. De aandelhoudersstructuur en de juiste percentages zijn voor private en meer specifiek voor familie en management gecontroleerde private ondernemingen niet altijd terug te vinden. De eerste remedie hiervoor was het zoeken van een andere gematchede private onderneming. Indien hiervan echter ook geen gedetailleerde informatie over de aandelhoudersstructuur beschikbaar was heb ik een tweede remedie toegepast. Wanneer bijvoorbeeld bleek dat de raad van bestuur voornamelijk uit leden van dezelfde familie bestond, ging ik er vanuit dat de familie de referentieaandehouder was. Wanneer in een andere geval de leden van de raad van bestuur in grote mate overeenkomen met de leden van het managementteam, identificeerde ik het management als referentieaandehouder enz. Deze manier van werken zorgt natuurlijk voor serieuze beperkingen, maar door een gebrek aan beschikbare data leek me dit toch de beste oplossing.

Private controlevoordelen worden verondersteld het belangrijkste te zijn voor de eerste twee groepen (Klasa (2007) en Boehmer & Ljungqvist (2004)), terwijl bedrijven, gecontroleerd door VC/PE investeerders, de beloningen voor het management waarschijnlijk eerder anders zullen structureren (Baker & Gompers, 2003). Om deze informatie te modelleren maak ik gebruik van 3 binaire dummy variabelen.

Groeimogelijkheden

B. Capex/assets

Capital expenditures meten de huidige investeringen. Bedrijven met een hoge investeringsintensiteit hebben behoefte aan voldoende financiering hiervoor. Indien de onderneming intern onvoldoende cashflow genereert om deze investeringen te financieren is de publieke aandelenmarkt een interessant alternatief. Publieke markten bieden ondernemingen namelijk de kans om goedkope directe financiering te verkrijgen (Diamond, 1991). Bedrijven met hoge capital expenditures zullen daarom waarschijnlijk eerder beursgenoteerd zijn om zo de aanwezige groeimogelijkheden gemakkelijker te benutten. Capex worden gedeeld door de totale activa om zo het relatieve verschil tussen de ondernemingen te kunnen isoleren. Absolute verschillen zouden namelijk een vertekend beeld kunnen geven.

C. Verkoopsgroei

Hetzelfde is waar voor bedrijven met een sterke verkoopsgroei, dewelke dikwijls beperkt worden door financiële redenen, aangezien hun cashflow onvoldoende is om verdere groei te financieren. Verkoopsgroei is daarom ook een variabele, die de aanwezigheid van groeimogelijkheden indiceert. We verwachten bijgevolg dat de verkoopsgroei, berekend over 2 opeenvolgende jaren, dus ook de nodige voorspellingskracht bezit om te vertellen of een bedrijf publiek of privaat is. En wel zo, dat bedrijven met een grote verkoopsgroei eerder beursgenoteerd zullen zijn. Indien het bedrijf in het vorige jaar nog geen verkopen realiseerde, wordt de variabele verkoopsgroei op 1.000% gezet. Opgemerkt dient wel te worden, dat dit laatste enkel mogelijk is voor de gematchede private ondernemingen, daar de beursgenoteerde bedrijven reeds langer dan één jaar operationeel zijn.

D. R&D-indicator (Immateriële activa/totale activa)

Een derde variabele, die wijst op de aanwezigheid van groeimogelijkheden zijn de R&D-uitgaven. Een hoge R&D intensiteit is typisch voor bedrijven, die actief zijn in nieuwe en wetenschappelijk-gebaseerde industrieën. Gegeven dat er meestal een brede variatie is in de kijk op de effectiviteit en de waarde van de innovatie, zijn deze ondernemingen eerder geacht om naar de beurs te gaan, aangezien zij de mogelijkheid om optimistische investeerders te bereiken erg waarderen en ze op die manier financiële beperkingen kunnen overkomen (Allen & Gale, 1998). Samengevat verwachten we dat bedrijven met hoge R&D uitgaven eerder op een beurs genoteerd zullen staan. Aangezien echter niet alle Belgische publieke en zeker niet alle private bedrijven rapporteren over hun R&D-uitgaven, verwijzen we als maatstaf voor deze variabele naar de relatieve immateriële activa van de onderneming.

E. Leverage

Wat geldt voor hoge investeringen en een hoge groeiratio, geldt ook voor de mate van leverage, die de onderneming gebruikt. De theoretische literatuur geeft over het algemeen aan dat bedrijven met een hoge leverage namelijk eerder geneigd zijn om naar de beurs te gaan. Volgens Myers & Majluf (1984) bestaat er een pikorde van mogelijke financieringsbronnen. Het uitgeven van aandelen is in het bijzonder onvoordelig vanuit het standpunt van de initiële eigenaars, te wijten aan de informatieasymmetrie, die er tussen deze groep en nieuwe investeerders bestaat. Daardoor moet het gebruik van extern privaat kapitaal enkel overwogen worden, indien de intern gegenereerde cashflows onvoldoende zijn en verdere schuldfinanciering niet langer beschikbaar is door de reeds hoge schuldgraad van de onderneming. Schuldfinanciering is dus enkel aangewezen tot op een bepaald niveau, daar schulverleners van bedrijven, die veel gebruik maken van schulden, bewust moeten zijn van de steeds kleinere risicoaversie van de initiële eigenaars, hetgeen op haar beurt leidt tot overvloedige interventies van de schuldeiser (Gravish & Kalay, 1983). De aandelenmarkt vertegenwoordigt dus mogelijk een erg belangrijke bron van extern kapitaal voor bedrijven met een hoge schuldgraad. Men kan dus verwachten dat Belgische private ondernemingen een hogere schuldgraad hebben dan Belgische publieke bedrijven, aangezien deze dus geen toegang hebben tot de publieke aandelenmarkten.

Leverage kan echter ook gezien worden als een maatstaf voor het risicogehalte van een onderneming. Bedrijven die veel schulden hebben worden onder meer door banken als risicovoller beschouwd. In deze studie wordt de mate van leverage echter voornamelijk gebruikt als maatstaf voor gemiste groeiopportunities.

F. Interest coverage of rentedekking

Naast leverage, is rentedekking een andere indicator voor mogelijk te veel schulden, die ervoor zorgen dat groeiopportunities niet nagestreefd kunnen worden (Fischer, 2000). Rentedekking wordt berekend door de EBITDA¹ te delen door de interestuitgaven. Indien ondernemingen geen interestuitgaven hebben, wordt de variabele op 1.000 vastgezet. Bedrijven, die hun rente moeilijk kunnen afbetalen worden verwacht privaat te zijn.

¹ EBITDA is in deze studie berekend als: bedrijfsresultaat + afschrijvingen + waardeverminderingen

Diversificatie van de aandeelhouders

G. Immateriële activa/totale activa

De verhouding van de immateriële activa over de totale lange termijn activa kan geïnterpreteerd worden als een maatstaf voor het risiconiveau van het investeringsprogramma van de onderneming. Als diversificatie een belangrijke motivatie is in de beslissing om naar de beurs te gaan, dan kan men verwachten dat het hoofdzakelijk de risicovolle ondernemingen zijn, die op een beurs genoteerd staan (Pagano, 1993; Chemmanur & Fulghieri, 1999). Verwacht wordt daarom ook dat bedrijven met relatief veel immateriële activa gemiddeld meer op een beurs genoteerd zijn.

Naast een maatstaf voor het risicogehalte van de onderneming, kan de coëfficiënt van de immateriële activa, zoals hierboven reeds vermeld, ook gebruikt worden als maatstaf voor de R&D intensiteit, aangezien de uitgaven in onderzoek en ontwikkeling normaliter zullen leiden tot immateriële vaste activa als software, patenten of andere gebruikersrechten. Het is echter moeilijk om te zeggen of ondernemingen met een groot aandeel verworven immateriële activa, ondernemingen zijn die zelf veel investeren in R&D of misschien is de relatie eerder omgekeerd. In elk geval, geeft de coëfficiënt van de immateriële activa het niveau aan waarop de onderneming actief is in innovatieve bedrijfsvoering (Fischer, 2000).

4.2.2.2 Controlevariabelen

Tenslotte worden ook grootte ($\log(\text{totale activa})$) en leeftijd als controlevariabelen opgenomen in het model om te controleren voor effecten, die te wijten zijn aan deze twee variabelen. Merk op dat we voor de variabele leeftijd voor elk bedrijf zijn nagegaan in welk jaar het bedrijf is opgericht. Leeftijd meet dus het aantal jaren na oprichting van het bedrijf.

H. Grootte ($\log(\text{totale activa})$)

I. Leeftijd

4.3 Analyse

4.3.1 Karakteristieken van de private en publieke steekproef

Samenvattende statistieken voor de steekproef van 104 publieke ondernemingen en de steekproef van 104 gematchede private bedrijven worden in tabel zeven uitgebreid weergegeven. Op het eerste zicht blijkt dat er serieuze verschillen bestaan tussen de gemiddelden van de variabelen 'totale activa', 'leverage', 'verkoopsgroei' en 'immateriële activa/totale activa'. Zo is het gemiddelde van de totale activa van de steekproef publieke ondernemingen met een waarde van ongeveer anderhalf miljard euro ongeveer drie keer groter dan deze van de steekproef private ondernemingen. Private ondernemingen, lijken voor de financiering van hun bedrijfsactiviteiten en hun investeringen bovendien niet onverwacht meer te werken met schuldfinanciering dan de publieke ondernemingen. Meer bepaald is de leverage ((korte termijn + lange termijn schulden)/ totale activa) met bijna 64 procent, ongeveer 9 procent hoger dan de mate van leverage, die de beursgenoteerde ondernemingen gebruiken. Zoals reeds gezegd is dit niet onlogisch aangezien private bedrijven geen toegang hebben tot de publieke kapitaalmarkten, waardoor ze meer aangewezen zijn om geld te gaan lenen. Naast verschillen in de gemiddelden van 'totale activa' en 'leverage' springt het verschil van de gemiddelde verkoopsgroei ook erg in het oog. De gemiddelde verkoopsgroei van de steekproef publieke ondernemingen ligt met 45 procent ongeveer 37 procent hoger dan deze van de steekproef private ondernemingen. Dit grote verschil blijkt echter voornamelijk veroorzaakt te worden door een aantal outliers. Zo kan men uit onderstaande tabel aflezen dat de maximumwaarde van deze variabele voor de publieke ondernemingen met 2,257 procent beduidend hoger ligt dan de maximumwaarde van de private steekproef (170%). Voor deze variabele is het dus interessanter om naar de mediaan te kijken. Hieruit blijkt inderdaad dat het verschil helemaal niet zo groot is. De mediaan van de verkoopsgroei van de steekproef beursgenoteerde bedrijven is met 4,6% slechts 2,1% hoger dan deze van de private steekproef. Het laatste verschil in gemiddelden dat in het oog springt is dat van de relatieve immateriële activa. Waar deze voor de private steekproef slechts 4 procent bedragen van de totale activa, ligt deze voor de publieke steekproef maar liefst 7 procent hoger. Hier zijn het echter niet de outliers, die dit grote verschil verklaren. De relatieve verschillen in de mediaan blijken namelijk nog hoger te zijn. Op basis van onderstaande tabel alleen kan men echter niet concluderen of de verschillen daadwerkelijk significant zijn. Statistische testen moeten uitsluitsel brengen. Hierna volgt per variabele een t-test.

Tabel 7: Samenvattende statistieken voor de geselecteerde variabelen

<i>bedrijf</i>	<i>Obs</i>	<i>Variabele</i>	<i>N</i>	<i>Gemiddelde</i>	<i>Standaardafwijking</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mediaan</i>
Privaat	104	activa	104	557.557.370	2.203.349.366	72.000	15.589.000.000	46.192.597
		Totalverkoopacht	104	613.619.922	2.339.615.073	48.746	21.807.000.000	91.868.739
		Leeftijd	104	33,63	23,06	2	120	25,5
		Leverage	104	63,66	28,72	1,6	154,17	70,33
		Rentedekking	104	47,83	289,73	-1,944	1.566	7,02
		Capexpertotal	104	7,12	12,4	0	80,84	3,14
		Verkoopsgroei	104	8,59	29,63	-55,56	171	2,5
		imma	104	48.724.276	377.532.949	0	3.838.000.000	120.542
		Immapertotal	104	3,96	10,52	0	78,23	0,34
Publiek	104	activa	104	1.520.238.930	8.129.553.793	694.536	81.313.000.000	102.795.971
		Totalverkoopacht	104	939.195.505	2.832.691.501	47.000	19.024.000.000	102.187.308
		Leeftijd	104	37	34,18	2	128	20,5
		Leverage	104	54,9	23,22	0,14	106	56,93
		Rentedekking	104	68,99	648,54	-757,64	6.544	4,12
		Capexpertotal	104	10,26	17,44	0	120	5,3
		Verkoopsgroei	104	45,17	242,77	-78,74	2.257	4,63
		imma	104	314.846.044	1.805.930.164	0	17.010.000.000	2.608.000
		Immapertotal	104	11,08	16,99	0	70,85	3,41

T-test

Tabel 8: geselecteerde bedrijfskarakteristieken: Publieke vs. matched private bedrijven

<i>Gemiddelden</i>	<i>Publieke bedrijven (Mediaan)</i>	<i>Industry and sized matched private firms (Mediaan)</i>	<i>t-waarde</i>	<i>P-waarde</i>
Aantal bedrijven	104	104		
Totale activa (miljoen €)	1520 (103)	558 (46)	-1,17	0,2461
Leeftijd	37 (20,5)	33,6 (25,5)	-0,83	0,4050
Totale verkopen (miljoen €)	939 (102)	614 (91)	-0,90	0,3672
Capex/totale activa	10,3 (5,3)	7,1 (3,1)	-1,50	0,1354
Leverage	54,9 (56,9)	63,7 (70,3)	2,42	0,0165**
Rentedekking	68,9 (4,1)	47,8 (7,1)	-0,30	0,7617
Verkoopsgroei (over afgelopen jaar)	45,2% (4,6%)	8,6% (2,5%)	-1,53	0,1302
Immateriële activa (miljoen €)	315 (2,6)	48,7 (0,12)	-1,47	0,1441
Immateriële activa/totale activa	11,1 (3,4)	3,9 (0,3)	-3,63	0,0004**

** Gemiddelden van publieke bedrijven zijn significant verschillend van de vergelijkende steekproef op het 5% significantieniveau.

* Gemiddelden van publieke bedrijven zijn significant verschillend van de vergelijkende steekproef op het 10% significantieniveau.

De vereiste om een t-test te kunnen toepassen is dat de variabelen normaal verdeeld zijn. Daartoe heb ik de variabelen eerst aan deze test onderworpen. De variabelen blijken echter allemaal geen normaalverdeling te volgen. Daar de steekproef echter groot genoeg is kunnen we veronderstellen dat de variabelen toch een normaalverdeling benaderen (centraal limiet theorema). De resultaten van deze test worden in tabel acht uitgebreid gevisualiseerd. Uit de tabel is af te lezen dat enkel de variabelen 'leverage' en 'immateriële activa/totale activa' significant verschillen tussen beide steekproeven.

De verschillen zijn significant op het 5% niveau. Potentiële verklaringen voor deze verschillen worden in de volgende paragrafen opgeworpen. Hoewel er waarschijnlijk geen significant verschil bestaat tussen de variabelen 'Capex/totale activa' en 'Verkoopsgroei' in mijn steekproeven, zou er misschien toch wel een verschil kunnen zijn tussen publieke en private bedrijven indien men andere data zou gebruiken. De p-waarden komen met respectievelijk 0,1354 en 0,1302 namelijk toch in de buurt van het 10% significantie niveau. Bovendien zijn dit beide variabelen die op de aanwezigheid van groeimogelijkheden wijzen en is uit tabel zeven af te lezen dat zowel het gemiddelde als de mediaan van de variabelen groter zijn voor de beursgenoteerde ondernemingen. Myers (1979), Fisher (2000), Gopalan & Gormley (2008) en Pagano (1998) hebben daarenboven aangetoond dat groeimogelijkheden één van de belangrijkste redenen zijn voor bedrijven om naar de beurs te gaan. Dit alles doet toch vermoeden dat deze vrij lage p-waarden niet onbetekenend zijn. Verder onderzoek naar deze verschillen zou daarom relevant kunnen zijn om deze problematiek verder te verduidelijken.

De meest opvallende karakteristiek van de steekproef private bedrijven is hun hoge mate van leverage. Zoals uit bovenstaande tabellen is gebleken, bestaat er zelfs een significant verschil, wat de mate van leverage betreft, met de bedrijven van de publieke steekproef, die wat sector en omzet betreft, toch ongeveer hetzelfde zijn. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat deze private bedrijven eigendom zijn van mensen, die de controle over het bedrijf niet willen opgeven en daarom eerder beroep hebben gedaan op schulden in tegenstelling tot het aantrekken van privaat kapitaal. Uit de gegevens blijkt inderdaad dat bedrijven, die door familie gecontroleerd worden, meer de neiging hebben om met schulden te werken dan bedrijven, die niet door familie gecontroleerd worden. Onderstaande tabel negen laat zien dat de gemiddelde leverage van de door familie gecontroleerde bedrijven met 65,5%, hoger is dan deze van de rest van de steekproef (61,7%), dewelke ook de groep bedrijven bevat, die gecontroleerd worden door venture capitalists (63,9%).

Tabel 9: Percentage leverage per groep

	<i>Private bedrijven gecontroleerd door familie</i>	<i>Private bedrijven gecontroleerd door venture capital/PE</i>	<i>Private bedrijven gecontroleerd (uitgezonderd door familie)</i>
Leverage (gemiddeld)	65,6%	63,9%	61,7%

Een tweede mogelijke verklaring is dat het hoge aandeel van schulden een drempel vormt, die deze bedrijven verhindert om publiek kapitaal op te halen.

Een tweede opvallende bevinding is het verschil in relatieve immateriële activa tussen beide groepen. Zoals vooraf reeds aangehaald, moet de interpretatie van een groot aandeel immateriële activa zeer voorzichtig gebeuren. In mijn analyse gebruik ik het relatieve aandeel immateriële activa onder meer als maatstaf om het ondernemingsrisico te schatten. Uit bovenstaande tabellen blijkt inderdaad dat beursgenoteerde bedrijven significant een groter aandeel immateriële activa op hun balans hebben staan dan de private bedrijven. Op basis van deze interpretatie zouden ondernemingen dus mogelijk naar de beurs gaan om hun ondernemingsrisico te diversifiëren. Een andere mogelijke verklaring voor het hoge aandeel van immateriële activa van publieke ondernemingen is echter mogelijk de hoge mate van goodwill van de publieke ondernemingen. De Belgische beursgenoteerde bedrijven zijn vaak het moederbedrijf van een grote consolidatiekring waardoor ze verschillen tussen de boekwaarde van de verworven activa en de betaalde som voor de aandelen opnemen als consolidatiegoodwill of consolidatiereserve. Hier heb ik in mijn studie echter geen rekening mee gehouden. Verder onderzoek naar deze problematiek is daarom aangewezen.

Immateriële activa kunnen en worden, naast maatstaf voor het ondernemingsrisico, echter voornamelijk gebruikt als maatstaf voor de R&D intensiteit van de onderneming. Uitgaven in onderzoek en ontwikkeling leiden normaliter tot immateriële vaste activa als software, patenten of andere gebruiksrechten. Het is echter moeilijk om te bepalen of ondernemingen met een groot aandeel verworven immateriële activa, bedrijven zijn die zelf veel in R&D investeren. In ieder geval duidt het relatieve aandeel van immateriële op het niveau waarop de onderneming actief is in innovatieve bedrijfsvoering (Fischer, 2000). Indien we het aandeel immateriële activa op de balans nu als maatstaf voor R&D uitgaven gebruiken, kan het verschil in immateriële activa tussen beide steekproeven ook verklaard worden door de mate van groeimogelijkheden. Bedrijven met veel groeimogelijkheden investeren doorgaans meer in R&D (o.a. Fischer, 2000; Pagano, 1998). 'Capex/totale activa' en 'verkoopsgroei' zijn ook twee variabelen, die in het model zijn opgenomen om de mate van groeimogelijkheden te meten. En hoewel uit bovenstaande tabellen naar voren komt dat er geen significant verschil bestaat voor deze variabelen tussen de publieke en private steekproef, kan er voor andere data misschien wel een significant verschil gevonden worden aangezien de p-waarden voor deze variabelen toch redelijk laag zijn. Dit in combinatie met het significant verschil in het aandeel immateriële duidt wel op het feit dat groeimogelijkheden waarschijnlijk toch een rol van betekenis zullen spelen in de overweging van Belgische bedrijven om naar de beurs te gaan.

Een andere mogelijke verklaring voor het feit dat Belgische ondernemingen met een relatief hoog aandeel immateriële activa en dus waarschijnlijk een hoge mate van R&D uitgaven eerder op de beurs genoteerd staan is dat deze bedrijven meestal actief zijn in nieuwe en wetenschappelijk gebaseerde industrieën.

Gegeven dat er meestal een brede variatie is in de meningen over de effectiviteit en waarde van een innovatie, zullen deze bedrijven eerder naar de beurs gaan, aangezien ze de kans om optimistische investeerders te bereiken erg waarderen en ze op die manier mogelijke financiële beperkingen kunnen vermijden (Allen & Gale, 1998).

Voor de andere variabelen werden op basis van de bovenstaande testen geen significante verschillen gevonden tussen beide steekproeven.

Tabel tien onthult vervolgens de structuur van referentieaandeelhouders van respectievelijk de steekproef private en publieke bedrijven, door ze op te splitsen in *insiders* en *outsiders*. *Inside* referentieaandeelhouders worden verder opgesplitst in familieleden (waar de familieleden al dan niet ook deel uitmaken van het management) en het management (dat geen familie van de stichter is). *Outside* referentieaandeelhouders zijn, op hun beurt, verder opgesplitst in venture capitalists en andere.

Tabel 10: De referentieaandeelhouder structuur van de private en publieke steekproef

Absoluut (%)	<i>Inside referentieaandeelhouder</i>		<i>Outside referentieaandeelhouder</i>		
	Familie	management	Venture capital/PE	Andere	Totaal
Privaat	35 (33,7)	11 (10,6)	35 (33,7)	23 (22,1)	104 (100)
Publiek	17 (16,3)	16 (15,4)	48 (46,2)	23 (22,1)	104 (100)
Totaal	52 (25)	27 (13)	83 (39,9)	46 (22,1)	208 (100)

Hierboven kon al gelezen worden hoe de referentieaandeelhouder van een bedrijf bepaald werd. Van al de aandeelhouders van een bedrijf, die minstens 10% van de aandelen bezitten, wordt nagegaan wie nu de grootste aandeelhouder is. Indien geen enkele aandeelhouder meer dan 10% van de aandelen bezit, valt het bedrijf onder de categorie 'gecontroleerd door andere'. Voor deze werkwijze werd ik geïnspireerd door La Porta et al. (1999). Uit de tabel kan nu afgelezen worden dat binnen de steekproef private ondernemingen, de referentieaandeelhouder ongeveer even veel een *insider* als een *outsider* is. Meer bepaald worden 44,2% van de private bedrijven gecontroleerd door *insiders*, terwijl 55,8% voornamelijk in eigendom zijn van *outsiders*. Waar het bij de *insiders* vooral de families zijn, die als referentieaandeelhouder geïdentificeerd werden, zijn het bij de groep *insiders* voornamelijk de venture capitalists. Wat de beursgenoteerde ondernemingen betreft, liggen de verhoudingen enigszins anders. Zo worden meer dan twee derde van de beursgenoteerde ondernemingen gecontroleerd door *outsiders* en het zijn hier voornamelijk venture capitalists (46,2%), die de referentieaandeelhouder zijn.

Venture capitalists zien de stap naar de beurs als een interessante exit strategie (Black & Gilson, 1998) en een publieke aandelenprijs maakt bovendien een objectieve waardering mogelijk waardoor de exit strategie nog verbetert en vergemakkelijkt wordt (Myers, 2000).

Wanneer men de structuur van de referentieaandeelhouders van de steekproef private ondernemingen nu vergelijkt met die van de steekproef publieke ondernemingen, springen er enkele verschillen in het oog. Vooreerst zijn de 'familiebedrijven', in de steekproef private ondernemingen, met 33,7% toch een stuk prominenter aanwezig dan in de steekproef publieke ondernemingen (16,3%). Een mogelijke verklaring hiervoor is het feit dat private ondernemingen heel wat controlevoordelen bezitten en Klasa (2007) en Boehmer & Ljungqvist (2004) hebben bovendien aangetoond dat deze controlevoordelen voornamelijk erg belangrijk zijn voor familiebedrijven. Bedrijven, gecontroleerd door één of meerdere families blijken op het eerste zicht dus ook in België veel waarde te hechten aan deze controlevoordelen.

Een tweede, maar minder prominent verschil, dat opvalt is dat venture capitalists met 46,2% vaker de referentieaandeelhouder zijn in beursgenoteerde bedrijven dan in private bedrijven (33,7%).

Wanneer we naar de totalen kijken, zien we dat de venture capitalists en de families met respectievelijk 25 en 40 procent de belangrijkste aandeelhouders zijn van de Belgische ondernemingen. De studie van Weimer & Pape (1999), die vermeldt dat financiële holdings en families de belangrijkste aandeelhouders zijn van Belgische bedrijven, wordt hier dus bevestigd.

4.3.2 Logit schattingen van de waarschijnlijkheid een private versus publieke onderneming te zijn

Vervolgens, schatten we de waarschijnlijkheid van een private versus een publieke onderneming te zijn. Vooreerst wordt het model geschat met enkel de controlevariabelen leeftijd en grootte. Vervolgens worden ook de verklarende variabelen in het model ingebracht en tenslotte presenter ik enkele merkwaardige bevindingen. Opgemerkt dient te worden dat de afhankelijke variabele in onderstaande regressies de waarde één aanneemt indien de onderneming publiek is en de waarde nul wanneer ze privaat is. Tabel 11 toont de logit regressie met enkel de controlevariabelen leeftijd en grootte (log(totale activa)).

Tabel 11: Logit schattingen van de waarschijnlijkheid een publieke versus private onderneming te zijn. Model met enkel de controlevariabelen

	<i>Publiek vs. afgestemde steekproef</i>	<i>P-waarde</i>
Constante (intercept)	-3,0557***	0,0063
Log van totale activa	0,3976***	0,0077
Leeftijd	-0,00135	0,7970
P-waarde voor het model	0,0518	
Pseudo R ²	0,0389	

* Significant op het 1% niveau.

** Idem, 5% niveau.

*** Idem, 1% niveau.

Zowel het intercept als de variabele log(totale activa), die de grootte van de onderneming controleert, zijn significant op het 5% niveau. Er is dus een significant verschil tussen de grootte van de publieke en private ondernemingen uit mijn steekproef. Grotere Belgische bedrijven gaan dus meer waarschijnlijk naar de beurs.

Deze bevindingen staan in scherp contrast met de bevindingen van Helwege & Packer (2005) en Fischer (2000), die beide concluderen dat grote bedrijven juist minder geneigd zijn om een beursnotering te bekomen. De variabele leeftijd is echter allesbehalve significant. De pseudo R-kwadraat van dit model bedraagt 0,0389. In tabel twaalf worden vervolgens de resultaten van de logit regressie met al de verklarende variabelen gepresenteerd.

Tabel 12: Logit schattingen van de waarschijnlijkheid van een publieke versus private onderneming te zijn

	<i>Publiek vs. afgestemde steekproef</i>	<i>P-waarde</i>
Constante (intercept)	-2,0793	0,1232
Familie dummy	0,1316	0,5661
Management dummy	-0,4524	0,1149
Venture dummy	-0,2421	0,2378
Log van totale activa	0,3519**	0,0436
Capex over totale activa	0,00938	0,4117
Verkoopsgroei	0,00468	0,1160
Leverage	-0,0138**	0,0318
Rentedekking	-0,00102	0,2489
Immateriële vaste activa over totale activa	0,0370**	0,0135
Leeftijd	0,00268	0,6413
P-waarde voor het model	0,2253	
Pseudo R ²	0,1690	

Opmerkingen. De dummy 'andere' is de referentiecategorie van de drie andere dummy's en daarom weggelaten om perfecte multicollineariteit te vermijden. Verkoopsgroei is de procentuele groei in verkopen van 2007 naar 2008; Leverage is gelijk aan de ratio van korte + lange termijn schulden over totale activa; Rentedekking is gelijk aan ebitda over interestkosten; leeftijd is de periode na oprichting.

* Significant op het 1% niveau.

** Idem, 5% niveau.

*** Idem, 1% niveau.

De pseudo R² waarde voor de logit regressie met al de controle en verklarende variabelen is gestegen naar 0,1371. De verklarende variabelen blijken dus voorspellende informatie te bezitten om te bepalen of een onderneming publiek of privaat is. Het is echter moeilijk om hier sterke conclusies aan te verbinden aangezien de pseudo R² altijd gaat toenemen indien meerdere variabelen worden toegevoegd. Verder is de controlevariabele log(totale activa) nog steeds significant op het 5% niveau terwijl, naast de variabele leeftijd, nu ook het intercept niet meer significant is geworden.

A. Private controle voordelen

Wanneer we nu eerst kijken naar de drie dummy variabelen, die de referentieaandeelhouder aanduiden, blijkt uit bovenstaande tabel dat deze variabelen geen significante voorspellingskracht bezitten om aan te geven of een bedrijf publiek of privaat is.

Zowel de dummy 'gecontroleerd door familie', als de dummy's 'gecontroleerd door het management' en 'gecontroleerd door venture capitalists' hebben zowel op het 5 als op het 10% niveau geen significante p-waarden. Hypothese één, die hierna nog eens wordt weergegeven, wordt dus niet ondersteund.

1. Belgische bedrijven, die gecontroleerd worden door een familie hebben meer kans om privaat te zijn dan Belgische bedrijven die gecontroleerd worden door het management of venture capitalists of private equity investors omwille van het grotere belang van private controlevoordelen. (niet ondersteund)

Private controlevoordelen blijken, op basis van mijn gegevens, dus niet echt een belangrijke rol te spelen in de overweging om eventueel de stap naar de beurs niet te zetten. Er moet echter wel vermeld worden dat het aantal familiebedrijven in mijn private steekproef met 33,7% sterk ondervertegenwoordigd is wanneer we dit vergelijken met het globaal percentage familiebedrijven in de Belgische bedrijfswereld. Meer bepaald is 70% van al de Belgische bedrijven een familiebedrijf. (International Family Enterprise Research Academy (IFERA), 2008). Die ondervertegenwoordiging is te verklaren doordat ik gewerkt heb met een matched steekproef van private ondernemingen. Misschien kan verder onderzoek hier wel een verband aantonen door bijvoorbeeld meer private ondernemingen op te nemen in de steekproef en dan te werken met een conditionele logit regressie (Hosmer & Lemeshow, 2000).

Deze bevindingen zijn bovendien in conflict met de Amerikaanse studie van Helwege & Packer (2005), die uit hun gegevens concludeerden dat private controlevoordelen juist wel een belangrijk gewicht hebben in de beslissing om privaat te blijven. Een van de mogelijke oorzaken waarom hypothese één niet ondersteund wordt in mijn studie is hierboven reeds uit de doeken gedaan. Een andere mogelijke verklaring is dat Amerikaanse bedrijven in een erg verschillend politiek, economisch en cultureel klimaat opereren als de Belgische ondernemingen. Amerikaanse bedrijven zijn dan ook onder te brengen in het marktgeoriënteerde Angelsaksische corporate governance system. In tegenstelling tot in België, spelen de publieke aandelenmarkten hier wel een belangrijke rol, zijn de belangrijkste aandeelhouders de publieke aandeelhouders zelf en is de tijdshorizon van de economische relaties eerder korte termijn gericht.

Hypothese twee, die hieronder nog eens wordt weergegeven, kon niet getest worden aangezien geen enkele Belgische beursgenoteerde onderneming van mijn steekproef in de sport- of mediasector actief is.

2. Belgische bedrijven uit de sport- en mediasector hebben een grotere kans om privaat te zijn omwille van het grotere belang van private controlevoordelen. (niet kunnen testen)

B. Groeiopportunities

Vervolgens analyseren we de variabelen 'Verkoopsgroei', 'Capex/totale activa' en 'immateriële activa/totale activa', die wijzen op de aanwezigheid van groeimogelijkheden. Uit de literatuur kwamen groeimogelijkheden namelijk naar voren als één van de belangrijkste drijfveren om een IPO te doen (Myers, 1979; Fisher, 2000; Gopalan & Gormley, 2008; Pagano, 1998 en Bharath & Dittmar, 2007). Tabel twaalf laat zien dat enkel de coëfficiënt van de variabele 'immateriële activa/ totale activa' significant is op het 5% niveau. 'capex/totale activa' is daarentegen helemaal niet significant terwijl de variabele 'verkoopsgroei' flirt met het 10% significantieniveau. Dit alles doet vermoeden dat de mate dat een ondernemingen groeimogelijkheden heeft wel degelijk een rol speelt in het beslissingsproces van Belgische bedrijven om al dan niet naar de beurs te gaan. Onderstaande hypothese 3 kan echter niet aanvaard worden aangezien twee van de drie indicatoren voor de aanwezigheid van groeimogelijkheden niet significant zijn. Verder onderzoek op basis van andere datasets is dus aangewezen.

3. Belgische bedrijven, die veel groeimogelijkheden bezitten, zijn meer waarschijnlijk publiek dan privaat. (gedeeltelijk ondersteund)

Ook deze resultaten verschillen gedeeltelijk met de Amerikaanse en Duitse studies van respectievelijk Helwege & Packer (2005) en Fischer (2000). Dat publieke ondernemingen meer investeren in R&D werd echter ook voor mijn steekproef Belgische bedrijven bevestigd (merk op dat ik de variabele 'immateriële activa/ totale activa' ook gebruik als maatstaf voor de R&D uitgaven). Fischer (2000) toonde in tegenstelling tot mijn bevindingen en die van Helwege & Packer (2005) aan dat beursgenoteerde bedrijven ook significant meer kapitaaluitgaven hebben dan private bedrijven. De meest voor de hand liggende verklaring hiervoor is het feit dat Fischer (2000) zijn onderzoek deed naar bedrijven, die genoteerd staan op de Neuer Markt, één van de belangrijkste beurzen voor snelgroeende, jonge Europese bedrijven.

Een andere, eerder eigenaardige, bevinding is het feit dat de coëfficiënt van 'Capex/totale activa' significant wordt op het 10% niveau, wanneer de variabele 'immateriële activa/ totale activa' uit het model verwijderd wordt. Meer bepaald daalt de p-waarde van 0,4117 tot 0,08 zoals af te lezen is in tabel 14. Blijkbaar worden verschillen in de kapitaaluitgaven gedeeltelijk verklaard door de verschillen in het aandeel immateriële activa en omgekeerd. Aangezien dit toch opmerkelijk en moeilijk te verklaren is, ben ik de correlatie tussen beide variabelen nagegaan. Tabel 13 onthult de mate van correlatie tussen beide variabelen.

Opvallend is het feit dat de variabelen in de private en de totale steekproef gecorreleerd zijn op het 1% significantieniveau, terwijl er voor de bedrijven van de publieke steekproef helemaal geen correlatie is. Een mogelijke verklaring moet ik echter schuldig blijven. Verder onderzoek naar deze resultaten kan misschien duidelijkheid verschaffen.

Tabel 13: Correlatie tussen 'Immateriële/totale activa' en 'Capex/totale activa'

	<i>Correlatiecoëfficiënt: Kendall's tau_b</i>	<i>p-waarde</i>
Publieke steekproef	-0,022	0,742
Private steekproef	0,363***	0,000
Totale steekproef	0,216***	0,000

* Significant op het 1% niveau.

** Idem, 5% niveau.

*** Idem, 1% niveau.

Tabel 14: Logit schattingen van de waarschijnlijkheid van een publieke versus private onderneming te zijn; Alle variabelen, behalve 'immateriële/totale activa'

	<i>Publiek vs. afgestemde steekproef</i>	<i>P-waarde</i>
Constante (intercept)	-2,4092	0,0663
Familie dummy	0,1775	0,4311
Management dummy	-0,4538	0,1040
Venture dummy	-0,2323	0,2457
Log van totale activa	0,4296**	0,0111
Capex over totale activa	0,0184*	0,0800
Verkoopsgroei	0,00444	0,1067
Leverage	-0,0144**	0,0217
Rentedekking	-0,00108	0,1897
Leeftijd	-0,00004	0,9949
P-waarde voor het model	0,1829	
Pseudo R ²	0,1371	

Opmerkingen. De dummy 'andere' is de referentiecategorie van de drie andere dummy's en daarom weggelaten om perfecte multicollineariteit te vermijden. Verkoopsgroei is de procentuele groei in verkopen van 2007 naar 2008; Leverage is gelijk aan de ratio van korte + lange termijn schulden over totale activa; Rentedekking is gelijk aan ebitda over interestkosten; leeftijd is de periode na oprichting.

* Significant op het 1% niveau.

** Idem, 5% niveau.

*** Idem, 1% niveau.

Als metingen voor mogelijk te veel schulden en dus gemiste groeiopportuniteiten heb ik de variabele 'leverage' en 'rentedekking' in het model opgenomen. De coëfficiënt van leverage is met een p-waarde van 0,0318 significant op het 5% niveau, terwijl het niveau van rentedekking geen voorspellingskracht bezit om aan te geven of een onderneming eerder privaat of publiek is. Belgische private bedrijven blijken dus meer gebruik te maken van schuldfinanciering dan beursgenoteerde bedrijven. Dit is logisch aangezien de private bedrijven geen toegang hebben tot de publieke kapitaalmarkt en daardoor meer op leningen van banken en particulieren zijn aangewezen. Een andere mogelijke verklaring is het feit dat deze bedrijven door hun vele schulden belemmerd worden om de stap naar de beurs te zetten. Ook Helwege & Packer (2005) en Fischer (2000) kwamen in hun studies tot dezelfde conclusie. Onderstaande hypothese vier wordt dus ondersteund.

4. Belgische bedrijven, die een hoge mate van leverage hebben, hebben meer kans om privaat dan wel publiek te zijn. (ondersteund)

C. Diversificatie van het ondernemingsrisico

Hypothese vijf, die hieronder nog eens wordt weergegeven, kon niet getest worden door een gebrek aan beschikbare gegevens.

5. Belgische bedrijven met een erg verdeeld aandeelhouderschap hebben meer kans om publiek dan wel privaat te zijn. (niet kunnen testen)

De ratio 'immateriële activa/totale activa' werd, behalve voor het meten van de R&D uitgaven, naar het voorbeeld van Fischer (2000) ook gebruikt als maatstaf voor het risico van de onderneming te meten. Ondermeer Rock (1984) en Bodnaruk et al. (2008) toonden aan dat het diversifiëren van het ondernemingsrisico tevens een belangrijke drijfveer is om de stap naar de beurs te zetten. We verwachten dan ook dat bedrijven met relatief veel immateriële activa eerder op een beurs genoteerd zullen zijn. Deze verwachtingen worden bevestigd voor mijn steekproef Belgische ondernemingen. Zoals ook uit de univariate analyse (tabel) bleek, is er een significant verschil tussen het op de balans aanwezige aandeel immateriële activa van publieke en private Belgische ondernemingen. Meer specifiek bedraagt de p-waarde van deze coëfficiënt 0,0135. Op basis van deze resultaten kan hypothese zes dus tevens aanvaard worden.

6. Belgische bedrijven met een hoog ondernemingsrisico hebben meer kans om publiek dan wel privaat te zijn. (ondersteund)

Ook Fischer (2000) toonde in zijn steekproef aan dat bedrijven, met relatief veel immateriële activa op de balans, eerder de stap naar de beurs zullen maken.

En zoals hierboven reeds gesteld werd, kan de verhouding van de immateriële activa over de totale lange termijn geïnterpreteerd worden als een maatstaf voor het risiconiveau van het investeringsprogramma van de onderneming. Controlerende aandeelhouders van private bedrijven besluiten dus ondermeer ook om een IPO te doen om op die manier hun persoonlijk risico te verkleinen.

Helwege & Packer (2005) gebruikten in hun studie van een steekproef Amerikaanse bedrijven de volatiliteit van de aandelenreturn om het risico van de onderneming te meten. Zij vonden echter geen significant verschil op het 5% significantieniveau maar wel op het 10% niveau. Uit mijn analyse en op basis van andere studies kan dus besloten worden dat het diversifiëren van de aandeelhoudersbasis en dus ook van het risico een belangrijke beslissingsfactor is voor bedrijven om al dan niet naar de beurs te gaan.

In deze studie werd de variabele 'immateriële activa/ totale activa' zowel gebruikt als maatstaf voor de R&D uitgaven (en dus voor de mate van groeimogelijkheden te bepalen) als voor het ondernemingsrisico te schatten. Maar wat meet deze variabele nu het meest en welke determinant is nu waarschijnlijk het belangrijkste in de beslissing om naar de beurs te gaan; Groeimogelijkheden of risicodiversificatie? De literatuur heeft over het algemeen meer bewijs gevonden voor het gemakkelijker benutten van groeimogelijkheden dan voor het diversifiëren van het ondernemingsrisico als drijfveren om een IPO te doen. Tevens wordt de variabele immateriële activa in de meeste studies voornamelijk gebruikt als indicator voor de gemaakte R&D uitgaven. In dit onderzoek ken ik bijgevolg dus ook een hoger gewicht toe aan immateriële activa als indicator voor groeimogelijkheden dan als indicator voor het ondernemingsrisico. De significante coëfficiënt van deze variabele, met de coëfficiënten van 'verkoopsgroei' en 'capex/totale activa', die beide flirten met het 10 procent significantieniveau, en bovendien de significante voorspellingskracht van leverage, doen vermoeden en geven aan dat het gemakkelijker nastreven van groeimogelijkheden, in tegenstelling tot het diversifiëren van het ondernemingsrisico, de voornaamste drijfveer is van Belgische private bedrijven om naar de beurs te gaan.

D. De waarde van een publieke aandelenprijs

Onderstaande hypothesen zeven en acht konden helaas ook niet getest worden. Voor hypothese zeven te kunnen verifiëren waren de noodzakelijke gegevens niet altijd beschikbaar.

Hypothese acht kon dan weer niet nagegaan worden, aangezien ik genoodzaakt was om te werken met een gematchede steekproef van private ondernemingen.

7. *Belgische bedrijven met weinig institutionele aandeelhouders hebben meer kans om privaat dan wel publiek te zijn. (niet kunnen testen)*

8. *Belgische bedrijven, die actief zijn in de retailsector, hebben meer kans om privaat dan wel publiek te zijn. (niet kunnen testen)*

Hoofdstuk 5: Conclusies

De neiging om naar de beurs te gaan is vrij laag in België. Slechts 173 van de in totaal 388.194 bedrijven in december 2008, die een jaarrekening moeten neerleggen bij de nationale bank van België, uitgezonderd de kleine zelfstandigen en bedrijven met een inactief statuut, zijn op een beurs genoteerd (Bel-first, 2009). De belangrijkste effectenbeurs van deze bedrijven is de Euronext Brussels, dewelke in 2002 ontstond door de fusie van de beurs van Brussel met de beurzen van Parijs, Lissabon en Amsterdam. De belangrijkheid van de publieke aandelenmarkten is dus eerder matig tot klein voor de Belgische economie. België valt dan ook onder te brengen in het Latijnse netwerkgeoriënteerde corporate governance system (Weimer & Pape, 1999). De belangrijkste aandeelhouders zijn voornamelijk financiële holdings, de overheid en families. Onderzoek naar de drijfveren, die ondernemingen doen beslissen om naar de beurs te gaan of privaat te blijven, is schaars en voor de Belgische bedrijven zelfs onbestaande. Daarom leek het me uitermate nuttig om dit nader te onderzoeken. Aan de hand van een uitgebreide literatuurstudie en een empirisch onderzoek bij een steekproef Belgische ondernemingen tracht ik een antwoord te formuleren op de volgende centrale onderzoeksvraag: "Welke variabelen voorspellen of een onderneming in België publiek of privaat is en zijn dus mogelijke beslissend in de keuze om naar de beurs te gaan?".

Uit de beschikbare literatuur blijkt dat het antwoord op deze vraag helemaal niet eenduidig te beantwoorden is. Verschillende onderzoekers komen tot conflicterende resultaten, bepaalde theorieën worden door bepaalde datasets bevestigd en door andere dan weer niet, enz. Grote gevestigde bedrijven met een bepaalde maturiteit, in tegenstelling tot jonge groeiende bedrijven, zijn het mikpunt van onderzoek. De Literatuur identificeert, voor deze categorie bedrijven, vier belangrijke factoren, die de beslissing van bedrijven tussen enerzijds privaat blijven en anderzijds naar de beurs gaan, mogelijk verklaren: (1) Private controlevoordelen; (2) groeiopportuniteiten; (3) de voordelen van diversificatie; en (4) de waarde van een publieke aandelenprijs.

Om deze determinanten te testen heb ik aan de hand van de literatuurstudie een aantal hypothesen opgesteld. Een steekproef publieke Belgische ondernemingen en een gematchede steekproef private ondernemingen worden verzameld om door middel van een logit regressie de opgestelde hypothesen te ondersteunen of te ontkrachten. Door beperkingen in de beschikbare data, is het echter onmogelijk om alle theorieën te testen. Meer bepaald kunnen de opgestelde hypothesen, om de belangrijkheid van de waarde van een publieke aandelenprijs te verifiëren, hierdoor niet getest worden. Verder onderzoek is dus aangewezen.

Private controlevoordelen worden in de literatuur aangewezen en bewezen als zijnde de hoofdreden waarom bedrijven ervoor kiezen om privaat te blijven (o.a. Pagano et al., 1998; Boot et al., 2006 & Helwege & Packer, 2005). Deze voordelen kunnen breed geïnterpreteerd worden. Controle over het nemen van beslissingen wordt echter geïdentificeerd als het belangrijkste voordeel (Brau & Fawcett, 2006). Verder bewijzen Klasa (2007) en Boehmer & Ljungqvist (2004) dat deze voordelen voornamelijk belangrijk zijn voor familiebedrijven en voor bedrijven waar de stichter zelf CEO of voorzitter van de raad van bestuur is. Om te testen of deze determinant ook van toepassing was voor de Belgische ondernemingen, heb ik, geïnspireerd door La Porta et al. (1999), de referentieaandeelhouder bepaald van elke onderneming uit mijn steekproef (208 observaties). Hoewel hieruit naar voren komt dat de familie in 33,7 procent de referentieaandeelhouder is in de steekproef van private bedrijven, tegenover slechts 16,3% voor de steekproef publieke bedrijven, kan ik niet significant aantonen dat familiebedrijven in België eerder privaat blijven. Doordat ik genoodzaakt werd om te werken met een gematchede steekproef private bedrijven is het aantal familiebedrijven met 33,7 procent echter ondervetegenwoordigd wanneer we dit vergelijken met het globaal percentage familiebedrijven in de Belgische bedrijfswereld. Meer specifiek is 70% van al de Belgische bedrijven een familiebedrijf in 2008 (IFERA, 2008). Misschien kan verder onderzoek hier wel een verband aantonen door bijvoorbeeld meer private bedrijven op te nemen in de steekproef en dan te werken met een conditionele logit regressie (Hosmer & Lemeshow, 2000).

Het nastreven en financieren van groeimogelijkheden wordt vervolgens in de literatuur geïdentificeerd als de belangrijkste drijfveer waarom bedrijven ervoor kiezen om een IPO te doen (o.a. Myers, 1979; Fisher, 2000; Gopalan & Gormley, 2008; Pagano, 1999; en Kim & Weisbach, 2008). Bedrijven genereren intern namelijk niet altijd voldoende cashflow om potentiële groeimogelijkheden te financieren en bovendien is de leverage van de bedrijven dikwijls al te hoog om nog goedkoop te kunnen lenen. Daarbovenop komt nog dat het imago, de betrouwbaarheid en het sociale netwerk van private bedrijven dikwijls te beperkt is om de aanwezige groeiopportunities efficiënt te benutten (Marchisio & Ravasi, 2008). Ook deze determinant heb ik voor mijn steekproef Belgische ondernemingen empirisch getoetst. Enkel de variabele 'immateriële activa/totale activa' bezit significante voorspellingskracht of een Belgische onderneming al dan niet privaat of publiek is. Meer specifiek hebben de beursgenoteerde bedrijven relatief meer immateriële activa op de balans, wat aangeeft dat de R&D uitgaven relatief groter zijn en ze dus meer groeimogelijkheden bezitten dan de private bedrijven uit mijn steekproef. Daar Belgische beursgenoteerde bedrijven vaak het moederbedrijf van een grote consolidatiekring zijn, zouden deze verschillen echter ook aan de grote hoeveelheid goodwill kunnen liggen. Hiermee heb ik geen rekening gehouden in deze studie. Verder onderzoek kan hier misschien meer duidelijkheid brengen.

De andere variabelen, die duiden op de aanwezigheid van groeimogelijkheden, met name 'verkoopsgroei' en 'capex/totale activa', waren weliswaar niet significant maar kwamen met p-waarden van ongeveer 0,13 toch in de buurt van het tien procent significantieniveau. Opmerkelijk was dat de variabele 'capex/totale activa' zelfs wel significant werd op het tien procent niveau wanneer de variabele 'immateriële activa/ totale activa' uit het model verwijderd werd. Deze twee variabelen blijken te correleren met een Kendall's tau_{be} van 0,216. Voor een verklaring verwijs ik naar verder onderzoek. Wat betreft de variabelen, die gebruikt werden als indicator voor mogelijk te veel schulden en dus gemiste groeiopportunities, is enkel leverage significant. Meer bepaald hebben private Belgische bedrijven een hogere leverage dan beursgenoteerde ondernemingen. Hoewel de hypothese dat Belgische beursgenoteerde bedrijven meer groeimogelijkheden bezitten dan Belgische private ondernemingen dus niet globaal ondersteund wordt, duidt dit alles toch op het feit dat het nastreven van groeimogelijkheden een belangrijke beslissingsfactor is in de beslissing van Belgische bedrijven om al dan niet een IPO te doen.

Naast groeimogelijkheden, is het diversifiëren van het ondernemingsrisico volgens de literatuur een tweede belangrijke motivatie om als onderneming naar de beurs te gaan. Diversificatie van de controlerende aandeelhouders is namelijk een voordeel dat voor private ondernemingen moeilijk te implementeren is. Het kan echter wel vrij gemakkelijk bekomen worden door naar de beurs te gaan. Rock (1984) bewees dat ondernemers zelfs bereid zijn om een IPO onder de prijs te doen om dit voordeel te bekomen. Ook Bodnaruk et al. (2008) vonden in hun onderzoek bewijs hiervoor. Omdat het ondernemingsrisico niet rechtstreeks bepaald kan worden, heb ik de relatieve immateriële activa ook gebruikt als indicator voor het ondernemingsrisico. Hierboven kon al gelezen worden dat de coëfficiënt significant is op het vijf procent niveau. Op basis van deze maatstaf en steekproef, gaan Belgische bedrijven dus ook naar de beurs om het ondernemingsrisico te spreiden. De variabele 'immateriële activa/totale activa' is zowel gebruikt als indicator voor de R&D uitgaven als voor het ondernemingsrisico te schatten. Daar de literatuur over het algemeen meer bewijs heeft gevonden voor het nastreven van groeimogelijkheden dan voor de diversificatie van het ondernemingsrisico en omdat de meeste studies deze variabele tevens vaker gebruiken als indicator voor groeimogelijkheden, ken ik in dit onderzoek een groter gewicht toe aan immateriële activa als maatstaf voor groeimogelijkheden. Op basis van mijn steekproef en model, gaan Belgische ondernemingen dus vooral naar de beurs om groeiopportunities te financieren en efficiënt na te streven.

Bedrijven gaan tenslotte mogelijk ook over tot een IPO omwille van de waarde, die een publieke aandelenprijs oplevert voor de onderneming. Zo hebben Boot & Thakor (1997) en Allen & Gale (1999) aangetoond dat marktprijzen mogelijk waardevolle en beslissingsrelevante informatie kunnen onthullen aan ondernemingen en hun managers.

Verder vonden Chemmanur & Fulghieri (1999) en Sunder (2004) dat de financiële kost van bankleningen gevoelig lager ligt voor publieke dan wel voor private ondernemingen. Naast een lagere kapitaalkost, kan een publieke aandelenprijs ook helpen bij de objectieve waardering van de onderneming. Deze kan onder meer helpen in het vervullen van contracten en in het verbeteren van de exit strategieën voor private equity capitalists. Ten gevolge van data beperkingen heb ik, zoals boven reeds vermeld, deze determinant niet empirisch kunnen testen. Verder onderzoek is dus ook hier aangewezen.

De familiale factor, hoewel hier niet empirisch onderzocht, speelt ook een rol in de beslissing van private familiebedrijven om naar de beurs te gaan. Hoewel private controlevoordelen de hoofdrede zijn om als bedrijf privaat te blijven, werpen de resource based view (Sirmon & Hitt, 2003), de stewardship theory (Miller et al., 2008) en de agency theory nog andere voor- en nadelen op, die voor familiebedrijven ontstaan door naar de beurs te gaan. Het gewicht van deze voor- en nadelen is echter moeilijk in te schatten, al blijkt dat beursgenoteerde familiebedrijven vaak even goed of zelfs beter presteren dan andere beursgenoteerde bedrijven (o.a. Demsetz & Lehn, 1985; James, 1999; Anderson & Reeb, 2003; La Porta et al., 1999 en Barontini & Caprio, 2006).

Ten slotte vermeld ik ook enkele beperkingen. Vooreerst kon ik de beschikbare theorieën niet allemaal testen door een gebrek aan beschikbare gegevens. Ten tweede was ik, door het beperkt aantal beursgenoteerde bedrijven in België, genoodzaakt om te werken met een gematchede private steekproef, die mogelijk niet helemaal representatief is voor de totale populatie Belgische private bedrijven. Daarvoor zijn immers 384 observaties nodig, terwijl mijn steekproef private ondernemingen nu slechts uit 104 bedrijven bestond.

Lijst van figuren

Figuur 1: <i>Een raamwerk van de andere, dan financiële, voordelen van een IPO</i>	22
Figuur 2: <i>Timing van de gebeurtenissen</i>	25

Lijst van tabellen

Tabel 1: <i>Ondernemingen in België</i>	1,9
Tabel 2: <i>Selectie publieke steekproef op basis van de sector</i>	10
Tabel 3: <i>Gegevens voorbeeld</i>	26
Tabel 4: <i>Verschillen tussen private en publieke bedrijven</i>	35
Tabel 5: <i>Voorspellende variabelen en drijfveren achter de beslissing om naar de beurs te gaan</i>	39
Tabel 6: <i>Definities van familiebedrijven in de bestaande literatuur</i>	42
Tabel 7: <i>Samenvattende statistieken voor de geselecteerde variabelen</i>	68
Tabel 8: <i>geselecteerde bedrijfskarakteristieken: Publieke vs. matched private bedrijven</i>	69
Tabel 9: <i>Percentage leverage per groep</i>	70
Tabel 10: <i>De referentieaandeelhouder structuur van de private en publieke steekproef</i>	72
Tabel 11: <i>Logit schattingen van de waarschijnlijk van een publieke versus private onderneming te zijn. Model met enkel de controlevariabelen</i>	74
Tabel 12: <i>Logit schattingen van de waarschijnlijkheid van een publieke versus private onderneming te zijn</i>	75
Tabel 13: <i>Correlatie tussen 'Immateriële/totale activa' en 'Capex/totale activa'</i>	78
Tabel 14: <i>Logit schattingen van de waarschijnlijkheid van een publieke versus private onderneming te zijn; Alle variabelen, behalve 'immateriële/totale activa'</i>	78

Lijst van geraadpleegde werken

▪ Boeken en artikels

Acharya, V., Franks, J., Servaes, H., (2007). Private equity: Boom and bust? *J. Appl. Corp. Finance* 19, 44-53.

Allen, F., & Gale, D. (1999). Diversity of opinion and the financing of new technologies. *Journal of Financial Intermediation* 8 , 68-89.

Anderson, R., Reeb, D., (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *J. Finance* 58, 1301-1328.

Astrachan, J., Klein, S. & Smyrniotis, K., (2002). The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business problem. *Family Business Review*. 15(1), p45-58.

Baker, M., & Gompers, P. (2003). The determinants of board structure at the initial public offering. *J. Law. Econ.* 46 , 569-598.

Bank for International Settlements, (2007). Annual Report.

Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from continental Europa. *European Financial Management* , 689-722.

Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20 , 73-96.

Bharath, S., & Diitmar, A. (2008). Why do firms use private equity to opt out of public markets? *Rev. Finan. Stud.* .

Black, B., & Gilson, R. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Bank versus stock markets. *J. Finan. Econ.* 47 , 243-277.

Black, S. B., & Gilson, J. R. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics* 47 , 243-277.

Bodnaruk, A., Kandel, A., Massa, M., Simonov, A., (2008). Shareholder diversification and IPOs. *Rev. Finan. Stud.* 21, 2779-2824.

Boehmer, E., & Ljungqvist, A. (2004). The choice of outside equity: An exploratory analysis of privately held firms. *Unpublished manuscript, New York University* .

Boot, A.W.A., Gopalan, R., Thakor, A.V., (2006). The entrepreneur's choice between private and public ownership. *J. Finance* 61, 803-836.

Boot, A., & Thakor, A. (1997). financial system architecture. *Rev. Finan. Stud.* 10 , 693-733.

Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *Journal of Finance* , 399-436.

Burkhart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. *Journal of finance* 58 , 2167-2202.

Chemmanur, T., & Fulghieri, P. (1999). A theory of the going public decision. *Rev. Finan. Stud.* 12 , 249-279.

Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behaviour. *Entrepreneurship: Theory and Practice* , 19-39.

Coleman, J. (1988). Social capital in the creation of human capital. *American Journal of Sociology* 94 , 95-120.

Compernelle T., (2002). Successiegids voor families met een bedrijf. *Lannoo, Tielt*.

de Jong, A., Roosenboom, G., & Verwijmeren, P. (2007). *Hedgefondsen en private equity in Nederland*. Rotterdam: Erasmus universiteit Rotterdam.

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal Polit. Economy* 93 , 1157-1177.

Dereymaeker, F. (2009, juli 8). Amper 15 beursintroducties in Europa. *Het laatste Nieuws* , p. 36.

Diamond, D. (1991). Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy* 99 , 689-721.

Dobrzynski, J. (1993). Relationship investing. *Business Week* 3309 , 68-75.

- Dunn, B. (1995). Success themes in Scottish family enterprises: Philosophies and practices through the generations. *Family Business Review* 8 , 17-28.
- Fama, E., & Jensen, C. (1983a). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26 , 325-344.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983b). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 , 301-325.
- Field, L., & Karpoff, J. (2002). Takeover defenses of IPO firms. *J. Finance* 57 , 1857-1889.
- Fischer, C., (2000). Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's Neuer Markt. *Unpublished manuscript*, University of Munich.
- Flören, R., & Zwartendijk, G. (2003). *Familiebedrijven, Star en toch flexibel*. Nijmegen: Universiteit Nijmegen.
- Gallo, M., & Vilaseca, A. (1996). Finance in family business. *Family business review* , 387-402.
- Gavish, B., & Kalay, A. (1983). On the asset substitution problem. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18 , 21-30.
- Gopalan, R., & Gormley, T. (2008). Stock market liberalization and the decision to go public. *Unpublished manuscript Washington University* .
- Habbershon, T., & Williams, M. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review* 12 , 1-25.
- Handler, W. C. (1989). Methodological issues and considerations in studying family businesses. *Family Business Review*, 2(3) , 257-276.
- Helwege J., Packer F., (2005). Private matters. *J. Finan. Intermediation*. 18, 362-383.
- Hitt, M., Ireland, R., Camp, S., & Sexton, D. (2001). Strategic entrepreneurship: Entrepreneurial strategies for wealth creation. *Strategic Management Journal* 22 , 479-491.
- Horton, T. (1986). Managing in a family way. *Management Review* 75 , 2-3.
- Hosmer, D., & Lemeshow, S. (2000). *Applied Logistic Regression, second ed.* New York: Wiley and Talley.

- James, H. (2006). Family capitalism. *Cambridge, MA: Belknap-Harvard University Press* .
- Jensen, M. C. (1998). Self-interest, altruism, incentives and agency. In M. C. Jensen, *Foundations of organizational strategy* (pp. 39-50). Cambridge: Harvard University Press.
- Jensen, M., & Smith, C. (1985). Stockholder, manager and creditor interests: Application of agency theory. In E. Altman, & S. M.G, *Recent advances in corporate finance* (pp. 95-131). Homewood: Irwin.
- Jorissen, A., Laveren, E., Martens, R. & Reheul, A. (2003), Planning and control practices in family versus non-family firms, *Accountancy en Bedrijfskunde*. 23(6), p31-40.
- Kang, D. (2000). The impact of family ownership on performance in public organizations. A study of the U.S. Fortune 500, 1982-1994. *2000 Academy of Management Meeting, Toronto* .
- Kim, W., & Weisbach, M. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal Finan. Econ.* 87 , 281-307.
- Klasa, S. (2007). Why do controlling families of public firms sell their remaining ownership stake? *J. Finan. Econ.* 87 , 281-307.
- Laporta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *J. Finance* 54 , 471-515.
- Lee, J., (2004). The effects of family ownership and management on firm performance. *SAM Advanced Management Journal*. 69(4). p46-53.
- Leland, H., & Pyle, H. (1977). Informational Assymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance, Vol. 32, Nr. 2* , 371-387.
- Levinson, H. (1971). Conflicts that plague family business. *Harvard Business Review*, 49 , 90-98.
- Marchisio, G., & Ravasi, D. (2008). Family firms and the decision to go public: A study of Italian IPOS. *Unpublished manuscript* .
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *J. Finan.* 53 , 65-98.

- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* , 321-341.
- Mello, A., & Parsons, J. (1998). Going public and the ownership structure of a firm. *J. Finan. Econ.* 49 , 79-109.
- Meyer, A. (1991). What is strategy's distinctive competence? *Journal of Management* 17 , 821-833.
- Meyer, M., & Zucker, L. G. (1989). *Permanently failing organizations*. Newbury Park: CA: Sage.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Business. *Journal of Management Studies* 45:1 , 51-78.
- Miller, E. J., & Rice, A. K. (1967). *Systems of organizations*. London: Tavistock.
- Myers, S. (2000). Outside equity. *J. Finan.* 55 , 1005-1037.
- Myers, S., (1977). The determinants of corporate borrowing. *J. Finan. Econ.* 5, 147-175.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *J. Finan. Econ.* 13 , 187-221.
- Nagar, V., Petroni, K., & Wolfenson, D. (2008). Governance problems in close corporations. *Unpublished manuscript* .
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social capital, intellectual capital and the organizational advantage. *Academy of Management Review* 23 , 242-266.
- Pagano, M. (1993). The floatation of companies on the stock market: A coordination failure model. *Europ. Econ. Rev.* 37 , 1101-1125.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *J. finance* 53 , 27-64.
- Pansaerts, C. (2009, juli 8). Beursintro's veren pas in 2010 weer op. *De Tijd* , p. 13.

Reynolds, L. (1992). Changing mind-sets: Taking the long view of investment planning. *Management review* 8 , 31-33.

Rock, K. (1984). Why new issues are underpriced. *J. Finan. Econ.* 15 , 187-212.

Rosen, R., Smart, S., & Zutters, C. (2005). Why do firms go public? Evidence from the banking industry. *Unpublished manuscript Indiana University* .

Schulze, W., Lubatkin, M., & Dino, R. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal* , 179-194.

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

Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* , 461-488.

Sirmon, G. D., & Hitt, A. M. (2003). Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice* , 339-358.

Subrahmanyam, A., Titman, S., (1999). The going-public decision and the development of Financial markets. *J. Finance* 54, 1045-1082.

Sunder, J. (2004). Information production in stock markets and cost of bank debt. *Unpublished manuscript Northwestern University* .

Thaler, R., & Shefrin, H. (1981). An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy* , 392-406.

Van Den Berghe, L. & Carchon, S., (2002). Corporate governance practices in Flemish family business, *Corporate Governance: an international review.* 10(3), p225-245.

Villalonga, B., Amit, R., (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *J. Finan. Econ.* 80, 385-417.

Weimer, J., & Joost, P. C. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance Theory Papers* , 152-166.

Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *Rev. Econ. Stud.* 62 , 425-448.

▪ **Websites**

Bureau van Dijk (2007). '*Bel-First*'. (online) (geraadpleegd op maandag 12 oktober 2009)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres:

<http://www.bvdep.com/en/bel-first.html>

KBC. (2009). *KBC asset management*. (online) (geraadpleegd op oktober 22, 2009)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres:

<https://www.kbcam.be/IPA/D9e01/~N/~KBCAM/~BZIUS5A/-BZIUS49/~-BZIWKNE#ipo>

Bijlagen

Bijlage A	I
Tabel A.1: <i>Kosten, wanneer men beslist om naar de beurs te gaan</i>	I
Tabel A.2: <i>Voordelen om naar de beurs te gaan</i>	III
Bijlage B	V
Tabel B.1: <i>Lijst van beursgenoteerde bedrijven</i>	V
Tabel B.2: <i>Lijst van private bedrijven</i>	X

Bijlage A

Tabel A.1: Kosten, wanneer men beslist om naar de beurs te gaan

<i>Cost</i>	<i>Models</i>	<i>Effects on the probability of IPO</i>	<i>Consequences after IPO</i>
Fixed explicit costs of IPO	RITTER (1987) HOLMSTRÖM/TIROLE (1993a) PAGANO (1993) YOSHA (1995) ELLINGEN/RVDQVIST (1997) PAGANO/RÖELL (1998)	Smaller firms less likely to go public	
Compensation of uninformed retail investors for adverse selection risk	HOLMSTRÖM/TIROLE (1993a) MAKSIMOVIC/PICHLER (1999) MAUG (1999) SUBRAHMANYAM/TITMAN (1999)	Wide dispersion of private information makes going public less probable Rationing of uninformed investors below critical value makes IPO less probable	
Duplication of information costs	BOOTH/CHUA (1996) ALLEN/GALE (1998) CHEMMANUR/FULGHIERI (1999) SUBRAHMANYAM/TITMAN (1999)	Companies for which firm- specific information is important and costly are less likely to go public (high complexity of internal structure)	
Loss of public benefits of control	DIAMOND (1991) HOLMSTRÖM/TIROLE (1993b) BOLTON/VON THADDEN (1998) STOUGHTON/ZECHNER (1998) MAUG (1998)	Younger firms less likely to tap public capital markets. Firms with little financial slack less likely to tap public capital markets	Controlling stake is formed after the IPO in liquid markets and in the IPO in illiquid markets Low turnover of control after IPO No controlling stake is formed in the IPO irrespective of market liquidity. The probability of the formation of a controlling stake increases in market liquidity

	BRENNAN/FRANKS (1997)		Low ratio of new shares issued to shares outstanding Low fraction of directors shares disposed of
Loss of confidentiality	CAMPBELL (1979) YOSHA (1995) MAKSIMOVIC/ PICHLER (1998)	High-tech firms less likely to go public. High-tech firms in established industries likelier to go public Firms in industries with low relative toehold costs likelier to go public	Increased sales

Bron: Fisher C. (2000)

Tabel A.2: Voordelen om naar de beurs te gaan

<i>Benefits</i>	<i>Models</i>	<i>Effect on the probability of IPO</i>	<i>Consequences after IPO</i>
Overcome financing constraints resulting from diversity of opinion	SAH/STIGLITZ (1986) ALLEN/GALE (1998)	IPO likelier for high-debt/ high-investment firms Firms active in new industries likelier to go public Riskier firms likelier to go public	Deleveraging / high investment
Low cost direct financing	DIAMOND (1991) HOLMSTRÖM/TIROLE (1993b)	Firms with high fraction of external intermediated finance likelier to go public (venture capitalist, bank)	Lower fraction of external intermediated finance (venture capitalist, bank)
Diversification	BREUER (1993) PAGANO (1993) STOUGHTON/ZECHNER (1998) CHEMMANUR/FULGHIERI (1999)	Riskier firms likelier to go public	Controlling shareholder decreases stake
Liquidity	BOOTH/CHUA (1996) BOLTON/VON THADDEN (1998) MELLO/PARSONS (1998)	Smaller firms less likely to go public	Diffuse stock ownership
Better bargaining position towards financiers	RAJAN (1992) BESANKO/KANATAS (1993) BRENNAN/FRANKS (1997) PAGANO/RÖELL (1998) BURKART/GROMB/ PANUNZI (1997) BLACK/GILSON (1998) CHEMMANUR/ FULGHIERI (1999) MAKSIMOVIC/PICHLER (1999)	High-investment companies likelier to go public High-tech firms likelier to go public Firms with controlling founder likelier to go public	Diffuse stock ownership Directors keep controlling stake
Aggregation of private information in market prices	HOLMSTRÖM/TIROLE (1993) BOOT/THAKOR (1995) MAKSIMOVIC/ PICHLER(1998) MAUG (1999) SUBRAHMANYAM/ TITMAN (1999)	Firms active in new industries likelier to go public Firms with increases in sales likelier to go public Probability of IPO increases with the number of firms of same industry that are already listed	Large use of stock-based incentive contracts Improved financial performance

IV

	STOUGHTON/WONG/ZECHNER (1999)	Firms in industries characterized by large expected market growth, significant network externalities or small differences in marginal production costs likelier to go public	Gains in product market share
Optimal way to transfer control	ZINGALES (1995) MELLO/PARSONS (1998)		Higher turnover of control
Exploit mispricing	RITTER (1991)	High market-to-book values in the relevant industry	Underperformance of IPOs No increase in investments

Bron: Fisher C. (2000)

Bijlage B**Tabel B.1: Lijst van beursgenoteerde bedrijven**

<i>Beursgenoteerde bedrijven</i>	<i>Voornaamste effectenbeurs</i>
1. Ablynx	Euronext Brussel
2. Agfa-Gevaert	Euronext Brussel
3. INBEV	Euronext Brussel
4. Arpadis group	Euronext Brussel
5. Auriga internationa	Euronext Brussel
6. Barco	Euronext Brussel
7. Beluga	Euronext Brussel
8. Brouwerij - Handelsmaatschappij	Euronext Brussel
9. Business solutions Builders	Euronext Brussel
10. Campine NV	Euronext Brussel
11. Cimescaut	Euronext Brussel
12. Compagnie d entreprises C.F.E.	Euronext Brussel
13. D'ieteren	Euronext Brussel
14. De Rouck Geomatics	Euronext Brussel
15. Deceuninck	Euronext Brussel
16. Delhaize brothers and co the lion (Delhaize group)	Euronext Brussel
17. Devgen	Euronext Brussel
18. Duvel Moortgat	Euronext Brussel
19. Econocom group	Euronext Brussel
20. Emakina group	Euronext Brussel

21. EMD Music	Euronext Brussel
22. EPIQ	Euronext Brussel
23. Eryplast	Euronext Brussel
24. Etablissements FR. Colruyt	Euronext Brussel
25. Euronav	Euronext Brussel
26. Evadix	Euronext Brussel
27. EVS broadcast equipment	Euronext Brussel
28. Exmar	Euronext Brussel
29. Fixinox	Euronext Brussel
30. Flexos	Euronext Brussel
31. Fountain	Euronext Brussel
32. Fred & Ginger	Euronext Brussel
33. Galapagos	Euronext Brussel
34. Green energy 4 seasons	Euronext Brussel
35. Hamon & Cie (internationaal)	Euronext Brussel
36. Hansen transmissions international	Euronext Brussel
37. Hanzevast carisbrooke shipping 1	Euronext Brussel
38. ICE Concept	Euronext Brussel
39. Image recognition integrated systems group	Euronext Brussel
40. Integrated production and test engineering	Euronext Brussel
41. International Brachytherapy	Euronext Brussel
42. Ion Beam applications S.A.	Euronext Brussel
43. ITB- Tradetech	Euronext Brussel
44. Jensen group	Euronext Brussel

45. Keyware Technologies	Euronext Brussel
46. Kinopolis group	Euronext Brussel
47. Lotus Bakeries	Euronext Brussel
48. Melexis	Euronext Brussel
49. Miko	Euronext Brussel
50. Mobistar	Euronext Brussel
51. N.V. Bekaert S.A.	Euronext Brussel
52. Newton 21 Europe	Euronext Brussel
53. Newtree	Euronext Brussel
54. Nyrstar	Euronext Brussel
55. Omega pharma	Euronext Brussel
56. Oncomethylome sciences	Euronext Brussel
57. option	Euronext Brussel
58. Oxbridge	Euronext Brussel
59. P C B	Euronext Brussel
60. Papierfabrieken Catala	Euronext Brussel
61. Parc Paradisio	Euronext Brussel
62. Personalized nursing services	Euronext Brussel
63. Pharco	Euronext Brussel
64. Picanol	Euronext Brussel
65. Pinguinlutoso	Euronext Brussel
66. Propharex	Euronext Brussel
67. Proximedia	Euronext Brussel
68. Punch telematix	Euronext Brussel

69. Realco	Euronext Brussel
70. Realdolmen	Euronext Brussel
71. Recticel	Euronext Brussel
72. Reibel	Euronext Brussel
73. Rentabiliweb group	Euronext Brussel
74. Resilux	Euronext Brussel
75. Rosier	Euronext Brussel
76. Roularta media group	Euronext Brussel
77. SA Floridienne NV	Euronext Brussel
78. Sapec	Euronext Brussel
79. Scheerders Van Kerchove's verenigde fabrieken	Euronext Brussel
80. Sipef	Euronext Brussel
81. Small Caps finance invest	Euronext Brussel
82. Soc digital de plans Sodiplan	Euronext Brussel
83. SA Belge de constructions aeronautiques	Euronext Brussel
84. Solvay	Euronext Brussel
85. Spadel	Euronext Brussel
86. Spector photo group	Euronext Brussel
87. Systemat	Euronext Brussel
88. Team international marketing	Euronext Brussel
89. Telenet group	Euronext Brussel
90. Ter Beke	Euronext Brussel
91. Tessengerlo chemie	Euronext Brussel
92. Thrombogénics	Euronext Brussel

93. Tigenix	Euronext Brussel
94. Transics international	Euronext Brussel
95. U & I Learning	Euronext Brussel
96. UCB	Euronext Brussel
97. Umicore	Euronext Brussel
98. United anodisers	Euronext Brussel
99. Van de Velde	Euronext Brussel
100. Vision IT group	Euronext Brussel
101. VPK packaging group	Euronext Brussel
102. Zemblaz	Euronext Brussel
103. Zenitel	Euronext Brussel
104. Zetes industries	Euronext Brussel

Tabel B.2: Lijst van private bedrijven

<i>Private bedrijven</i>	<i>Geen notatie</i>
<ol style="list-style-type: none"> 1. M Source Medical development 2. Dow Corning Europe 3. Cocacola enterprises Belgium 4. Univar Benelux 5. Cordier 6. Philips innovative applications 7. Brevier en co 8. BACARDi Martini N.V. 9. Data flow consultancy 10. Hydro aluminium Raeren 11. LHoist 12. Be six 13. Volvo cars 14. Veen Bosch & keuning uitgevers België 15. Solvic 16. Carrefour Belgium 17. Mithra pharmaceuticals 18. brouwerij Martens 19. Agfa Healthcare 20. Standard uitgeverij 21. Van Hoecke 22. Telindus 	

- | | |
|---|--|
| <ol style="list-style-type: none">23. Beyers' plastics24. Makro cash & Carry Belgium25. Wiljo26. Europro27. Menatam28. Kleimar29. Drisag30. Blink it31. De Roeck en zonen32. Nos enfants33. Belgoprocess34. André Nef35. ABB- asea Brown boveri36. Cegelec37. Contralo container transport en logistiek38. Ciacfleet39. societe de recherches techniques et de marketing40. On semiconductor Belgium41. YSL Beaute Benelux42. Alstom Belgium43. Lippens paints44. SadeF Belgium45. Christiaens computer service46. Sabam | |
|---|--|

- | | |
|---|--|
| 47. Biscuits Delacre | |
| 48. Oropharma | |
| 49. Java | |
| 50. KPN Group Belgium (Base) | |
| 51. Duferco La Louvière | |
| 52. Saga consulting | |
| 53. Le temps du sucre | |
| 54. Arcelormittal Liège upstream | |
| 55. Febelco | |
| 56. Laboratoire medical et analyses biologiques | |
| 57. Fluxys & CO | |
| 58. Creart et CO | |
| 59. Pfizer | |
| 60. Pacapime | |
| 61. Circus Belgium | |
| 62. Serel industries | |
| 63. Medicem | |
| 64. Michel van de wiele | |
| 65. Clarebout potatoes | |
| 66. Bastin | |
| 67. Bulo kantoormeubelen | |
| 68. Interkabel Vlaanderen | |
| 69. Roam chemie | |
| 70. Electronic data systems-Belgium | |

71. Continental Benelux	
72. Vanheede environmental services	
73. Cobelal P A A-V-V	
74. Amcor flexible transpac	
75. Yara Tertre	
76. Vlaamse uitgeversmaatschappij	
77. Soudal	
78. BP Aromatics limited	
79. L Hoist industrie	
80. ETS Brichart	
81. Stessens	
82. EFA	
83. Snecma Services Brussels	
84. Basf Antwerpen	
85. Diageo Belgium	
86. Alcomarques	
87. Econocom products & solutions Belux	
88. Flamingo	
89. Society for worldwide interbank financial telecom	
90. Agristo	
91. Prayon	
92. A.M.L.	
93. Araponics	
94. Cegeka	

95. Sarens bestuur	
96. Borealis Polymers	
97. Tony Goetz	
98. Interalu	
99. Standard textile	
100. Callatay et Wouters, association d'ingenieurs cons.	
101. Stora enso Langerbrugge	
102. Cival	
103. Legrand electrique Belgique	
104. Europea trade	

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Ondernemingen en het behoud van de private eigendom

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur-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,

Vandersteegen, Bernd

Datum: **7/06/2010**