

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

2 0 1 0
2 0 1 1

Masterproef

*Kredietverlening aan familiebedrijven en de
kredietvoorwaarden: het effect van een familiale CEO
versus professionele CEO*

Promotor :
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Ine Pexsters

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen , afstudeerrichting accountancy en financiering*

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*Kredietverlening aan familiebedrijven en de
kredietvoorwaarden: het effect van een familiale CEO
versus professionele CEO*

Promotor :
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Ine Pexsters

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen , afstudeerrichting accountancy en financiering*

Woord vooraf

Deze eindverhandeling vormt het sluitstuk van mijn opleiding tot het behalen van de titel Master in de Toegepaste Economische Wetenschappen met afstudeerrichting Accountancy en Financiering aan de Universiteit Hasselt. Het schrijven van een thesis vergt veel energie en inspanning van de student, maar ook van een aantal andere mensen die ik hier graag even bedank.

In de eerste plaats wil ik mijn promotor Prof. Dr. Tensie Steijvers bedanken voor de energie en tijd die ze gestoken heeft in het bijsturen van deze thesis. Haar deskundige begeleiding, aanbevelingen en opbouwende kritiek bij de literatuurstudie en de empirische studie hebben in grote mate bijgedragen tot de totstandkoming van deze thesis.

Daarnaast wil ik graag mijn familie en vrienden bedanken voor de morele steun tijdens het maken van deze eindverhandeling. Hierbij wil ik mij vooral richten tot mijn ouders en mijn broer die mij door hun steun geholpen hebben tot het beëindigen van mijn gehele opleiding.

Genk, mei 2011

Ine Pexsters

Samenvatting

Het familiebedrijf is een van de meest voorkomende organisatievormen in de wereld. Maar liefst 70% van de bedrijven in België wordt bestuurd door een familie. Het zal dan ook niet verbazen dat er al uitvoerig onderzoek verricht is naar familiebedrijven. Een van de problemen waarmee familiebedrijven te kampen hebben is kredietverlening. Ze maken immers vooral gebruik van intern gegenereerd kapitaal en kapitaal van familie en vrienden als er investeringen moeten gebeuren. Er komt echter een moment waarop dit niet voldoende is en er een behoefte aan extern kapitaal ontstaat. Voor familiebedrijven is bankfinanciering vaak de enige optie aangezien ze het aandeelhouderschap in de familie willen houden. Deze thesis heeft als doel een aanvulling te zijn in het onderzoeksdomein van de kredietverlening aan familiebedrijven. Meer bepaald gaan we op zoek naar het effect dat het type CEO heeft op de kredietvoorwaarden, die een weerspiegeling zijn van de agency kosten van schulden. Het is belangrijk dat men familiebedrijven benadert als een heterogene groep. In deze thesis wordt hier rekening mee gehouden door een onderscheid te maken in het type van CEO. We onderscheiden drie soorten CEO's: de stichter, de familiale opvolger en de externe CEO. Dit leidt ons naar een centrale onderzoeksvraag en drie deelvragen die beschreven staan in **hoofdstuk 1**. In deze eindverhandeling zal hiervoor een antwoord gezocht worden aan de hand van een literatuurstudie en een empirische studie.

In **hoofdstuk 2** zal er verder ingegaan worden op het begrip 'familiebedrijf'. In de literatuur kan men niet één algemeen geldende definitie vinden, hetgeen de heterogeniteit binnen familiebedrijven nogmaals benadrukt. Er zal verder ingegaan worden op een aantal kenmerken die zeer typerend zijn voor familiebedrijven. Zo zal er een korte bespreking volgen van de structuur van een familiebedrijf. Deze is immers complexer dan bij andere ondernemingen omwille van de overlap tussen het bedrijf, de eigendom en de familie. Deze bespreking gebeurt aan de hand van het SFB-model en het drie-cirkelmodel. Een tweede kenmerk is de perceptie t.o.v. het bedrijf. Er zijn immers bedrijven die qua kwantificeerbare kenmerken tot de groep van familiebedrijven horen, maar zichzelf niet op die manier percipiëren en vice versa. Een derde kenmerk dat hen onderscheidt van de rest is de lange termijn visie die ze hanteren, hierdoor wordt verwacht dat het mogelijk belangenconflict tussen de bank en de familieonderneming kleiner is. Een laatste kenmerk dat besproken wordt is de opvolging. Om de continuïteit van het familiebedrijf te garanderen is dit een zeer belangrijk proces. Aangezien we in deze eindverhandeling de nadruk leggen op het type CEO, wordt er vooral aandacht besteed aan de opvolging in management.

Hoofdstuk 3 wordt gewijd aan de kredietverlening aan KMO's. Bankfinanciering bij private bedrijven verloopt niet altijd vlekkeloos. KMO's kunnen vaak hun ware kwaliteit niet tonen en er heerst vaak een grotere informatie asymmetrie tussen de KMO en de bank dan bij grotere bedrijven. KMO's worden dan ook vaker geconfronteerd met kredietrantsoenering. Om dit tegen te gaan kan er gebruik gemaakt worden van een aantal kredietvoorwaarden. Men kan immers waarborgen (zakelijke en persoonlijke) aanbieden om toch krediet te ontvangen. Daarnaast kan men de intrestvoet verhogen of een convenant bedingen.

Om de bespreking van de kredietverlening en de voorwaarden hieraan verbonden te onderbouwen maken we gebruik van de agency theorie die uitgebreid behandeld wordt in **hoofdstuk 4**. Hierbij wordt er een onderscheid gemaakt tussen twee agency problemen met name het probleem tussen de aandeelhouders en het management en het probleem tussen de aandeelhouders en de schuldeisers. Beide agency problemen zijn van belang bij het bestuderen van de kredietverlening. Tussen de bankier en de onderneming kan er een belangenconflict ontstaan wat uiteraard een impact kan hebben op de kredietbeslissing. Daarnaast kunnen de agency problemen tussen de aandeelhouders en het management ook een invloed hebben op de kredietbeslissing. Immers wanneer de bankier verwacht dat de aandeelhouders en het management niet dezelfde doelen nastreven kan dit gevolgen hebben voor de kredietbeslissing. Deze agency problemen gaan gepaard met heel wat agency kosten waaronder bijvoorbeeld monitorings- en bondingskosten. Deze kosten zullen echter niet gedragen worden door de bankier, maar zullen overgeheveld worden naar de onderneming en dit in de prijs van de lening met name in de kredietvoorwaarden: intrestvoet, de zakelijke en persoonlijke waarborg.

Een belangrijk aspect bij het verkrijgen van bankfinanciering is de CEO. Deze neemt immers vaak strategische beslissingen die de prestaties van het bedrijf beïnvloeden. De kwaliteiten en capaciteiten van de CEO zijn in een bedrijf en voor de kredietbeslissing belangrijk. In **hoofdstuk 5** volgt een uitgebreide bespreking van drie types CEO, waarvan het effect op de kredietvoorwaarden in deze thesis worden onderzocht. Er worden zowel voor de oprichter, de familiale opvolger als voor de externe CEO de positieve en negatieve punten besproken. Deze bespreking leidt uiteindelijk tot de formulering van hypothesen die later empirisch getest zullen worden.

In **hoofdstuk 6** en tevens het laatste hoofdstuk van de literatuurstudie wordt er verder ingegaan op andere determinanten van de kredietvoorwaarden. Voor elke determinant volgt er eerst een korte bespreking die dan leidt tot een hypothese. De determinanten die besproken werden en opgenomen worden in het empirische model zijn: ondernemingsgrootte, bedrijfsrisico, looptijd, de kredietvoorwaarden: zakelijke, persoonlijke

waarborg en intrestvoet omwille van de interdependenties, de duur en exclusiviteit van de relatie.

De onderzoeksopzet van de empirische studie wordt weergegeven in **hoofdstuk 7**. Om de hypothesen, opgesteld in hoofdstuk 5 en hoofdstuk 6 te testen wordt er gebruik gemaakt van een Amerikaanse databank van de NSSBF van 2003. In de studie zal er gebruik gemaakt worden van een 'two-stage-least-square' regressiemodel (2SLS). Immers uit de literatuur blijkt dat bankiers de kredietvoorwaarden, intrestvoet en de zakelijke en persoonlijke waarborgen gelijktijdig bepalen en dat er een aantal interdependenties zijn tussen deze kredietvoorwaarden. Dit vereist het gebruik van een simultaan model, hetgeen 2SLS met instrumentvariabelen mogelijk maakt. Het gebruik van Ordinary Least Square (OLS) zou in deze situatie dan ook geen consistente resultaten opleveren.

De resultaten van het empirisch onderzoek worden besproken in **hoofdstuk 8**. Het 2SLS model blijkt significante resultaten te bevatten voor de types CEO. Zo blijkt de familiale CEO (zowel de oprichter als de opvolger) meer persoonlijke waarborgen te moeten aanbieden dan de externe CEO, maar het familiebedrijf met een familiale CEO zal een lagere intrestvoet moeten betalen. De familiale opvolger-CEO zal ook meer persoonlijke waarborgen moeten aanbieden dan de oprichter-CEO. Daarnaast zijn ook een aantal van de andere determinanten opgenomen in het model significant. Hierbij blijkt dat de bepaling van de intrestvoet positief beïnvloed wordt door de zakelijke waarborg, de lengte en de exclusiviteit van de relatie. De bedrijfsgrootte blijkt een negatieve relatie te hebben met de kans op het verlenen van intrestvoeten. Het verlenen van persoonlijke waarborgen daarentegen blijkt negatief gerelateerd te zijn met de exclusiviteit van de relatie, maar positief met de looptijd van de lening. Voor de zakelijke waarborg vergelijking werden geen significante resultaten gevonden. Naast de 2SLS methode worden ook de resultaten weergegeven volgens OLS. Dit is echter enkel ter illustratie om aan te tonen hoe de meerderheid van de voorgaande studies de kredietverlening bestudeerde. In **hoofdstuk 9** worden de conclusies getrokken uit de empirische studie.

Inhoudopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Lijst met figuren

Lijst met tabellen

Hoofdstuk 1: Het onderzoeksplan	1
1.1 De probleemstelling	1
1.2 De onderzoeksvragen.....	3
1.3 Onderzoeksopzet.....	6
Hoofdstuk 2: Het familiebedrijf.....	9
2.1 Definitie familiebedrijf	9
2.2 Belangrijke kenmerken.....	13
2.2.1 Structuur	13
2.2.2 Perceptie t.o.v. het bedrijf.....	15
2.2.3 Visie	16
2.2.4 Opvolging	17
Hoofdstuk 3: Kredietverlening aan KMO's.....	21
3.1 Inleiding	21
3.2 Wat is kredietrantsoenering?.....	21
3.3 Het ontstaan van kredietrantsoenering	23
3.4. Kredietvoorwaarden.....	25
3.4.1 Waarborgverlening	25
3.4.2 Intrestvoet.....	28
3.4.3 Convenanten	29
Hoofdstuk 4: Agency theorie.....	33
4.1 Inleiding	33
4.2 De verschillende agency conflicten.....	34
4.2.1 Het conflict tussen manager en aandeelhouders (agency kosten van eigen vermogen)	34
4.2.2 Het conflict tussen aandeelhouders en schuldeisers (agency kosten van schulden)	37

Hoofdstuk 5: Type CEO	43
5.1 De oprichter.....	43
5.2 De familiale opvolger	45
5.3 De externe CEO.....	48
Hoofdstuk 6: Determinanten van de kredietvoorwaarden	53
6.1 Ondernemingskenmerken	53
6.1.1 Ondernemingsgrootte	53
6.1.2 Bedrijfsrisico	54
6.2 Kenmerken van de lening	55
6.2.1 Looptijd	55
6.2.2 Interdependenties tussen zakelijke en persoonlijke waarborgen en intrestvoeten	56
6.3 Relationale kenmerken	57
6.3.1 Relatiebankieren	57
6.3.2 Lengte van de relatie.....	59
6.3.3 Hoofdbankier.....	60
Hoofdstuk 7: Onderzoeksopzet	61
7.1 De databank	61
7.2 De missing Values	62
7.3 De uitschieters	62
7.4 Multicollineariteit	63
7.5 Het regressiemodel	65
7.6 De variabelen.....	66
7.6.1 <i>De afhankelijke endogene variabelen</i>	66
7.6.2 <i>De onafhankelijke variabelen</i>	67
7.6.3 Controlevariabelen	69
7.6.4 Instrumentvariabelen	70
Hoofdstuk 8: Empirische resultaten	73
8.1 Two-Stage-Least-Square (2SLS).....	74
8.2 Ordinary Least Square en de vergelijking met 2SLS	81
Hoofdstuk 9: De algemene conclusies	87

Lijst van de geraadpleegde werken

Lijst met figuren

Figuur 1:	De F-PEC schaal (Astrachan et al., 2002)	12
Figuur 2:	Het SFB-model (Olson et al., 2003)	13
Figuur 3:	Het drie-cirkelmodel van Taiguiri & Davis (Matser, 2010)	15

Lijst van tabellen

Tabel 1: De outliers.....	62
Tabel 2: De correlatiematrix.....	64
Tabel 3: Procentuele verdeling van de waarborgen.....	66
Tabel 4: Beschrijvende statistieken	68
Tabel 5: Procentuele verdeling van de dummy variabelen	70
Tabel 6: Overzicht van de hypothesen	73
Tabel 7: Output 2SLS waarbij de dummy variabele 'familiale opvolger-CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.....	75
Tabel 8: Output 2SLS waarbij de dummy variabele 'externe-CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.	76
Tabel 9: Output 2SLS waarbij de dummy variabele 'oprichter-CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.	79
Tabel 10: Output OLS waarbij de dummy variabele 'familiale opvolger-CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.....	82
Tabel 11: Output OLS waarbij de dummy variabele 'externe CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.	83
Tabel 12: Output OLS waarbij de dummy variabele 'oprichter CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.	84

Hoofdstuk 1: Het onderzoeksplan

1.1 De probleemstelling

Inbev, Colryt, Vandevelde, Bekeart en Solvay. Dit lijstje kan nog even doorgaan. Hetgeen ze gemeen hebben is dat ze naast succesvolle Belgische bedrijven ook allemaal familiebedrijven zijn. Maar liefst 70% van alle bedrijven in België worden bestuurd door een familie (IFERA, 2003). In de rest van Europa is het familiebedrijf ook in de meerderheid. Italië spant de kroon met maar liefst 93%, gevolgd door Cyprus, Finland en Griekenland met 80% familiebedrijven. In de rest van de wereld is het beeld gelijkaardig. Australië haalt 75% en in Latijns - en Centraal Amerika behalen ze net 65%. Echter de ontegensprekelijke winnaar blijkt de VS te zijn met liefst 95% familiebedrijven (IFERA, 2003)

Het economisch belang van deze bedrijven, uitgedrukt in Bruto Nationaal Product (BNP), kan dan ook niet onderschat worden. België scoort hier vrij hoog op met 55%. In de rest van Europa schommelen ze ook rond dit cijfer met 40% à 60% aandeel van de familiebedrijven in het BNP. Ondanks het groot aantal familiebedrijven in de VS scoren ze met hun aandeel in het BNP 'slechts' 40% (IFERA, 2003).

Met deze indrukwekkende cijfers zal het niet verbazen dat er al uitvoerig onderzoek is verricht naar familiebedrijven. Onderwerpen zoals familiebedrijven en corporate governance (Navarro & Anson, 2009), familiebedrijven en de ondernemingswaarde (Maury, 2006) en familiebedrijven en de kapitaalstructuur (Mishra & McConaughy, 1999) werden onderzocht. Een ander belangrijk topic voor vele bedrijven is de kredietverlening. Immers om te groeien en te innoveren is er geld nodig. Een van de mogelijke financieringsbronnen is bankfinanciering. Deze wordt gebruikt door zowel grote als kleine ondernemingen, beursgenoteerde als private ondernemingen. Voor familiebedrijven is bankfinanciering echter zeer belangrijk. Het wordt dan ook vaak als meest aantrekkelijkste financieringsbron aanzien omdat familiebedrijven liever geen gebruik maken van financieringsbronnen waarbij men het aandeelhouderschap zal moeten delen. Binnen het onderzoeksdomein van bankfinanciering aan familiebedrijven bestaan er echter nog een aantal hiaten in de kennis.

Vooraf de literatuur betreffende de agency kosten van schulden bij familiebedrijven is beperkt (Brau, 2002; Anderson et al. 2003; Voordeckers & Steijvers, 2006; Wu et al., 2007; Steijvers et al., 2008; Steijvers & Voordeckers, 2009a). Wanneer een onderneming naar een bank stapt om een lening aan te vragen kunnen er een aantal conflicten ontstaan. De onderneming weet in welk project hij zijn geld zal willen stoppen en kent de succesfactoren van dit project. De bank heeft deze kennis echter niet. Hij kan zich alleen maar baseren op

de informatie die hij verkrijgt via het business plan en het voorstel van de onderneming om de slaagkans van het project en de kwaliteiten van de ondernemer in te schatten. We kunnen zeggen dat er hier een ongelijke verdeling is van de informatie tussen de beide partijen, er is hier sprake van het fenomeen informatie asymmetrie. Om deze asymmetrie te verminderen zal de kredietverlener informatie inwinnen. Dit brengt echter een aantal kosten met zich mee wat in de vakliteratuur agency kosten van schulden¹ wordt genoemd. De bank zal deze kosten 'doorrekenen' aan de onderneming door de kredietvoorwaarden aan te passen.

Naast het gebrek aan literatuur over agency kosten van schulden, spreken de onderzoeken elkaar tegen. Familiebedrijven staan bekend om hun lange termijn visie wat positief zou kunnen zijn voor de bank. Immers op die manier zal het bedrijf gemanaged worden met het oog op het later door te geven en wordt dus eerder de ondernemingswaarde gemaximaliseerd in de plaats van de aandeelhouderswaarde. Daarnaast kunnen er ook belangenconflicten ontstaan in het familiebedrijf. De familieonderneming streeft immers zowel familiale doelstellingen na als ondernemingsdoelstellingen. Er is dus in de literatuur heel wat onenigheid te vinden over familiebedrijven en de agency kosten van schulden.

Daarenboven maken zeer weinig onderzoekers een onderscheid tussen types van familiebedrijven zowel in het algemene onderzoeksdomein van familiebedrijven als in het specifieke domein van agency kosten van schulden ((Brau, 2002; Voordeckers en Steijvers, 2006; Wu et al., 2007; Steijvers et al., 2008; Steijvers & Voordeckers, 2009a). Vaak bekijkt men niet-familiebedrijven ten opzichte van familiebedrijven zonder hier verdere nuances in te maken. Recentelijk is men echter overtuigd dat familiebedrijven geen homogene groep is (o.a. Chrisman, Chua & Sharma, 2005, Matsers, 2010; Westhead & Howorth, 2007). Dit kan vrij intuïtief al aangevoeld worden. Immers een eerste generatie familiebedrijf waarbij de oprichter aan het hoofd staat bevat andere kenmerken dan een derde generatie familiebedrijf waarbij de impact van de familie beperkt blijft tot het aandeelhouderschap.

¹ De agency theorie en de agency kosten van schulden worden uitvoerig besproken in hoofdstuk 4.

1.2 De onderzoeksvragen

Om een onderscheid te maken tussen familiebedrijven kijkt men vaak naar de plaats die de familie inneemt en de plaats die externe leden innemen in het familiebedrijf (Westhead en Howorth, 2007). In deze eindverhandeling zal dan ook de nadruk gelegd worden op het effect van het type CEO op de agency kosten van schulden. De CEO is een van de belangrijkste personen in een organisatie. Volgens Lafley (2009) zijn er een aantal belangrijke taken weggelegd voor de CEO. Ten eerst is het vaak de CEO die beslist in welke markt je actief zal zijn en in welke niet. Het is ook zijn taak om een evenwicht te vinden tussen de korte termijn prestaties en de lange termijn investeringen. Een van de belangrijkste taken van de CEO is echter de link leggen tussen het bedrijf en de buitenwereld. Het is vaak de CEO die een gezicht geeft aan het bedrijf, hij vertegenwoordigt de belangen van de organisatie naar de buitenwereld toe en onderhandelt met externe stakeholders. Er is dan ook een belangrijke taak weggelegd voor de CEO bij het verkrijgen van kredieten. Hij zal het project proberen te 'verkopen' aan de bank en de kwaliteiten van het bedrijf in de verf proberen te zetten.

De keuze van de CEO is dus in elk bedrijf van groot belang. Het succes van de onderneming hangt immers vaak af van deze persoon. Het moet dus de juiste persoon zijn op de juiste plaats. Bij familiebedrijven brengt deze keuze echter nog een extra dimensie mee. Naast de vraag welke kwaliteiten de CEO moet bezitten, moeten zij ook beslissen of het een familielid of een externe manager zal worden. De laatste jaren is er veel onderzoek gedaan naar de prestaties van familiebedrijven waarin ze voornamelijk een onderscheid maakten tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Echter sinds men er van overtuigd is dat familiebedrijven geen homogene groep is, is men op zoek naar kenmerken die maken dat de prestaties van familiebedrijven onderscheiden kunnen worden van de andere niet-familiale ondernemingen. Een van deze aspecten die men onderzocht heeft, is het management en meer bepaald de invloed van de CEO. Aangezien verwacht wordt dat het type CEO een invloed kent op de prestaties is het ook aannemelijk dat banken familiebedrijven anders zullen evalueren naargelang het type CEO dat aan de top staat. Dit leidt ons tot de volgende onderzoeksvraag:

Wat is het effect van het type CEO op de agency kosten van schulden bij private familiebedrijven?

Om deze onderzoeksvraag zo nauwkeurig mogelijk te beantwoorden maken we een onderscheid tussen drie verschillende CEO's: de oprichter, de opvolger en de externe CEO. Dit leidt tot de volgende deelvragen:

1. *Wat is het effect van een oprichter-familiale CEO versus een opvolger- familiale CEO op de agency kosten van schulden bij private familiebedrijven?*
2. *Wat is het effect van een oprichter-familiale CEO versus een externe CEO op de agency kosten van schulden bij private familiebedrijven?*
3. *Wat is het effect van een opvolger-familiale CEO versus een externe CEO op de agency kosten van schulden bij private familiebedrijven?*

Wij maken dus een onderscheid in drie types CEO, dit in tegenstelling tot andere onderzoeken. Immers in vele studies focust men zich vooral op het verschil tussen een familiale en een externe CEO. Uit onderzoek blijkt dat familiebedrijven het bedrijf liefst in de familie houden, inclusief het management. Zo vinden La Porta et al. (1999) dat de meerderheid van de familiebedrijven in de wereld gemanaged wordt door een familiale CEO. De opvolging van het management is echter vaak een van de meest delicate kwesties in familiebedrijven. De beslissing om een familiale of een externe CEO te kiezen is geen sinecure. Familiale CEO's zouden beter het bedrijf kunnen besturen omdat zij het bedrijf beter kennen, zij beschikken immers over interne informatie en verkrijgen vaak meer vertrouwen van de stakeholders (Davis et al., 1997). Daarnaast zouden ze minder kunnen presteren omwille van conflicten tussen familiale en financiële doelstellingen. Echter de laatste tijd is de belangstelling naar de externe CEO bij de recente auteurs sterk gegroeid. Zo zijn er heel wat auteurs die in hun studies vinden dat externe CEO's beter presteren (Bennedsen, 2007). Block (2011) vond zelfs dat in de meeste grote familiebedrijven steeds meer gekozen wordt voor een niet-familiale manager. In grote Amerikaanse bedrijven managen externe CEO's ongeveer een 55% van de familiebedrijven (Anderson en Reeb, 2003). Ook Klein (2000) vond ook dat 56% van de Duitse familiebedrijven een externe manager in hun topmanagement hadden zitten. Hij vond ook dat wanneer familiebedrijven gingen uitbreiden de kans op een externe manager toenam. De redenen die hiervoor gegeven kunnen worden omvatten de behoeften aan meer kennis, het gebrek aan een familiale opvolger en conflicten tussen familieleden (Block, 2011). Een externe manager kan dus hun kennis verbreden en de capaciteiten om winstgevende opportuniteiten te identificeren en na te streven verhogen. Gegeven de grote factor die externe CEO's kunnen spelen in de continuïteit en groei van familiebedrijven is het dan ook verbazingwekkend dat de literatuur over de rol van deze CEO's in familiebedrijven eerder beperkt is (Block, 2011).

Hoewel de situatie in ieder familiebedrijf verschillend is en iedere al dan niet familiale manager een andere achtergrond en opleiding kent, kan men wel stellen dat de familiale en externe manager een aantal culturele verschillen kent. Familiale en externe managers zijn vaak anders opgeleid (en zelfs anders opgevoed) wat er voor kan zorgen dat zij zich ook anders gedragen in een organisatie en andere doelstellingen zullen nastreven (Block, 2011).

Er bestaat dan ook een kans dat de banken familiebedrijven met een externe CEO anders zullen evalueren dan een familiale CEO. Daarnaast is het ook van groot belang dat er ook een onderscheid wordt gemaakt tussen de familiale CEO's. Immers net zoals 'het' familiebedrijf niet bestaat, bestaat ook 'de' familiale CEO niet. We kunnen een onderscheid maken tussen de familiale CEO die het bedrijf heeft opgericht (de stichter) en de familiale opvolger. Beide managers hebben andere kenmerken en kwaliteiten die een ander effect kunnen hebben op de prestaties van het familiebedrijf en hierdoor verschillend kunnen worden geëvalueerd door de bank, hetgeen we in deze eindverhandeling willen nagaan.

De meeste studies in verband met het effect van type CEO op de prestaties en agency kosten van schulden werden echter uitgevoerd op grote, publieke familieondernemingen. Dit wil zeggen dat we de resultaten ook in die context moeten bekijken en interpreteren. Grote, publieke ondernemingen eisen immers andere managementkwaliteiten dan kleine, private ondernemingen. Ook wordt verwacht dat de kredietverlening aan publieke ondernemingen anders zal verlopen dan aan kleinere private ondernemingen. Beursgenoteerde bedrijven hebben immers vaak een groter track record en meer ondernemingsactiva om in onderpand te geven.

In deze eindverhandeling richten wij ons echter tot de private familiebedrijven. Zij maken meer gebruik van bankfinanciering dan beursgenoteerde bedrijven (Berger en Udell, 1998). Om te groeien en om hun continuïteit te bewaren zullen zij immers vaak, naast interne financiering gebruik moeten maken van externe financiering. Aangezien zij niet op de beurs staan, zijn hun mogelijkheden beperkt en is bankfinanciering de meest aantrekkelijkste bron. Hierbij kunnen ze immers kredieten verkrijgen zonder aandeelhouderschap te moeten afgeven, wat bijvoorbeeld niet (of in mindere mate) mogelijk is bij venture capital. Daarnaast is het kredietprobleem bij private ondernemingen vaak groter. Omdat ze niet op de beurs genoteerd staan is er geen continue informatie vrij beschikbaar en goedkoop raadpleegbaar. Daarnaast hebben kleinere bedrijven vaak geen gecontroleerde financiële staten die gedeeld kunnen worden met kredietverschaffers. Door dit alles kunnen kleine bedrijven hun ware kwaliteit moeilijker tonen en heerst er een grotere informatie asymmetrie dan bij publieke ondernemingen. Private bedrijven worden dan ook vaker geconfronteerd met kredietrantsoenering.

Een antwoord vinden op de hierboven geformuleerde onderzoeksvragen is in het belang van een aantal partijen. In de eerste plaats is er de eigenaar van het bedrijf zelf. Met de kennis die deze eindverhandeling biedt over het type CEO en de invloed op de agency kosten van schulden en dus op de kredietvoorwaarden, kan de eigenaar zich een beter beeld vormen van de factoren die gunstigere kredietvoorwaarden leveren en op die manier een aantal strategische beslissingen beter onderbouwen. Stel bijvoorbeeld dat de eigenaar van een

familiebedrijf geconfronteerd wordt met het volgende probleem. Hij heeft een nieuwe CEO nodig en heeft de keuze tussen een familielid en een extern persoon. Dit is een zeer moeilijke keuze voor de eigenaar. Moet hij kiezen voor het familielid, die misschien minder capabel is, enkel om de familiebanden intact te houden, en met het risico slechte prestaties neer te zetten op zakelijk vlak? Of moet hij kiezen voor de externe manager? Maar hoe zal de familie dan reageren? Om deze keuze te maken zal de eigenaar met een aantal factoren rekening moeten houden. Dit onderzoek zal uitwijzen of de kost van een lening hier een van is.

Daarnaast zal deze studie een aanvulling zijn op de literatuur van agency theorie binnen het familiebedrijf en dus relevant zijn voor financiële en strategische managers. Ten slotte biedt een studie over de agency theorie in familiebedrijven verdere inzichten voor het domein organisatiegedrag. Een familiebedrijf is zeer complex en heeft een aantal specifieke relationele kenmerken. Begrippen als altruïsme en nepotisme zijn in studies over familiebedrijven dan ook schering en inslag. Een onderzoek naar kredietvoorwaarden aan deze bedrijven kan verdere inzichten leveren over het gedrag en de relatie tussen kredietverlener en onderneming.

1.3 Onderzoeksopzet

Om een beter inzicht te krijgen in het onderwerp en om na te gaan in hoeverre het probleem reeds onderzocht werd in het verleden, werd er eerst een inleidend onderzoek verricht in de vorm van een literatuurstudie. Hiervoor werd er vooral gebruik gemaakt van de elektronische bibliotheek van de U Hasselt. Ebscohost werd hierbij veelvuldig gebruikt. Dit is een databank die onder andere artikels en wetenschappelijke publicaties bevat van andere databanken zoals 'Academic Search Elite', 'Business Source Premier', 'ERIC' en 'E-journals'. Het zoeken naar secundaire bronnen gebeurde systematisch via sleutelwoorden zoals 'family firm', 'agency costs', 'agency costs of debt', 'shareholder-debtholder conflict', 'lending' en 'collateral'. Op basis van de referentielijsten van relevante artikels werd verder gewerkt met de sneeuwbal methode. Dit houdt in dat de zoektocht naar secundaire bronnen wordt verder gezet op basis van geciteerde artikels en boeken van de reeds doorgenomen publicaties. Deze artikels werden dan opgezocht via Ebscohost of Google Scholar. Aangezien het artikel van Jensen en Meckling (1976) gezien kan worden als de basis voor onderzoek naar agency kosten en eigendomstructuren werden artikels gezocht tussen een tijdspanne van 1976 en de huidige datum.

De hypothesen zullen empirisch getest worden aan de hand van een simultaan vergelijkingsmodel met instrumentvariabelen. Deze methode behelst een aantal voordelen. Ten eerst heeft recent onderzoek uitgewezen dat er, in de studie naar kredietverlening, steeds een onderscheid moet gemaakt worden tussen zakelijke en persoonlijke waarborgen (Steijvers en Voordeckers, 2009b). Persoonlijke waarborgen hebben immers een sterker disciplinerend effect aangezien ze het risicogedrag van de lener beperken (Mann, 1997). Het gebruikte model moet daarnaast ook rekening kunnen houden met de interdependenties tussen de intrestvoet, zakelijke waarborgen en persoonlijke waarborgen. Zo toonde Steijvers & Voordeckers (2009a) aan dat zakelijke waarborgen substituten kunnen zijn voor intrestvoeten. Een KMO kan immers een zakelijke waarborg aanbieden om op die manier een lagere intrestvoet te bekomen. Brick & Palia (2007) bemerkten ook dat kredietverleners de impliciete (intrestvoet) en de expliciete (zakelijke en persoonlijke waarborgen) prijs van een lening simultaan bepalen. Een simultaan vergelijkingsmodel is dus noodzakelijk. Ten slotte zal er ook gebruik gemaakt worden van instrumentvariabelen naar analogie met de studie van Brick & Palia (2007) en Steijvers & Voordeckers (2009a). Dergelijke methode is noodzakelijk om een consistente schatting te bekomen wanneer de afhankelijke variabelen gecorreleerd zijn met de foutenterm. Het gebruik van OLS zou dan geen consistente resultaten opleveren (Steijvers & Voordeckers, 2009a).

De data die gebruikt zal worden is afkomstig van de 2003 'National Survey of Small Business Finance' (NSSBF) uitgevoerd door de Federal Reserve Board. Zij verzamelen om de vijf jaar informatie over KMO's (minder dan 500 werknemers) in de Verenigde Staten. Deze database bevat onder andere financiële informatie, informatie over het eigenaarschap en het management.

Met het gebruik van de NSSBF is deze eindverhandeling een aanvulling op eerdere onderzoeken die gebruik maakten van dezelfde database, al dan niet van hetzelfde jaar (Ang et al., 2000; Brau, 2002; Steijvers et al. 2008; Steijvers & Voordeckers, 2009a). Desondanks behelst het gebruik van deze database een aantal nadelen. Ten eerste werd er informatie verzameld van Amerikaanse bedrijven waardoor we de conclusies niet kunnen doortrekken naar België of Europa. Daarnaast wordt er gebruik gemaakt van data uit 2003. Hierdoor zit de impact van de recentere financiële crisis nog niet verwerkt in de data. De financiële crisis kan echter een impact gehad hebben op het toestaan van leningen en de kredietvoorwaarden hieraan verbonden. Het onderzoek zou opnieuw uitgevoerd moeten worden met recente data om na te gaan of dit inderdaad een invloed heeft op de resultaten.

Hoofdstuk 2: Het familiebedrijf

2.1 Definitie familiebedrijf

Heel wat onderzoekers hebben een poging gewaagd om een definitie van het familiebedrijf te formuleren (Chua et al., 1999; Westhead & Cowling, 1989). Dit is echter geen gemakkelijke opdracht. De meeste onderzoekers baseren hun definitie op een van de volgende aspecten (Westhead & Cowling, 1998):

- Familiebetrokkenheid
- Familiaal eigendom
- Familiaal management
- Intergenerationele eigendomstransitie
- Meerdere condities: combinatie van o.a. de bovenstaande elementen

Een van de meest algemeen aanvaarde definities is ontwikkeld door de 'London Business School' en stelt dat een onderneming geclassificeerd wordt als familiebedrijf als aan minstens een van de volgende factoren voldaan is (Flören, 1998):

- Meer dan 50% van de aandelen is in eigendom van één familie;
- Minstens 50% van het management is afkomstig uit één familie;
- Een significant aantal leden van de raad van bestuur is afkomstig uit één familie

Deze definitie is zeer simpel in gebruik aangezien de elementen relatief gemakkelijk meetbaar zijn. Daarnaast kijkt men ook de aspecten die voor vele auteurs belangrijk zijn: eigendom, management en governance.

Litz (1995) onderscheidt in zijn zoektocht naar een goede definitie twee benaderingen. De eerste benadering sluit het beste aan met de meerderheid van de definities, inclusief bovenstaande definitie en is gebaseerd op de structuur. Litz (1995) kan op basis van twee assen (betrokkenheid in het eigendom en betrokkenheid op het vlak van management) negen hokjes onderscheiden waarvan er vijf betrekking hebben op het familiebedrijf. Er is geen twijfel mogelijk dat een bedrijf waar de familie zowel de eigenaar is als het management op zich neemt gecategoriseerd kan worden als familiebedrijf. Er is echter onenigheid wanneer de familiale betrokkenheid bij een van deze twee aspecten ontbreekt. Bijvoorbeeld wanneer een bedrijf wel het eigendom is van de familie, maar niet gemanaged wordt door de familieleden of wanneer familieleden wel de managers zijn maar niet de eigenaars. De benadering van verschillende auteurs om het bedrijf al dan niet te classificeren als familieonderneming verschilt echter (Chua et al. 1999; Litz, 1995).

Een nadeel van een structuurgebaseerde benadering die vele auteurs volgen is volgens Litz (1995) dat er geen rekening wordt gehouden met de intenties van het bedrijf naar de toekomst toe. Zij creëert om die reden een intentiegebaseerde aanpak waarbij hij nagaat of het bedrijf zelf een familiebedrijf wil zijn of als hij ernaar wil evolueren. Hij raadt dan ook aan voor verder onderzoek om een definitie te hanteren die een combinatie is van de twee benaderingen.

Ook Chua et al. (1999) zijn er van overtuigd dat het definiëren van een familiebedrijf geen puur technische oefening mag zijn waarbij men bijvoorbeeld gaat kijken hoeveel procent van de aandelen in handen is van de familie en wie deel uit maakt van het management. Ook zij vinden de intenties van het bedrijf cruciaal. Zij stellen dat het opstellen van een definitie gespreid moet worden over twee fases. Een eerste fase is het opstellen van een theoretische definitie. Dergelijke definitie moet een entiteit, object of fenomeen op basis van conceptuele kenmerken kunnen onderscheiden van anderen en verschillen kunnen weergeven. Een tweede fase is het uitwerken van een operationele definitie die de observeerbare en meetbare kenmerken weergeeft die een onderscheid maken tussen verschillende entiteiten, objecten en fenomenen. Chua et al. (1999) zijn er echter van overtuigd dat hetgeen een familiebedrijf zo uniek maakt niet kenmerken zijn zoals eigenaarschap, management of opvolgingschap, maar het effect dat deze kenmerken hebben op hun doelen, strategieën, structuur en de manier waarop deze worden geformuleerd, ontwikkeld en geïmplementeerd. Zij stellen dus dat de manier waarop familiebedrijven zich gedragen het verschil maakt. Dit impliceert dat de personen die het bedrijf in hun bezit hebben en/of managen en/of besturen hun gedrag afstemmen op het behalen van een bepaald doel. Chua et al. (1999) argumenteren dat dit doel hun visie is. Zij stellen de volgende theoretische definitie voor:

The family business is a business governed and/or managed with the intention to shape and pursue the vision of the business held by a dominant coalition controlled by members of the same family or a small number of families in a manner that is potentially sustainable across generations of the family or families (p. 25)

We kunnen in deze definitie twee essentiële kenmerken herkennen die het onderscheid maken tussen familieondernemingen en niet-familieondernemingen: visie en opvolgingspolitiek. De definitie is theoretisch ruim genoeg om definities van andere auteurs, die zich op de strategische richting van het bedrijf richten (o.a Davis & Taiguiri, 1985) of de focus leggen op de mogelijke opvolgers, te omvatten.

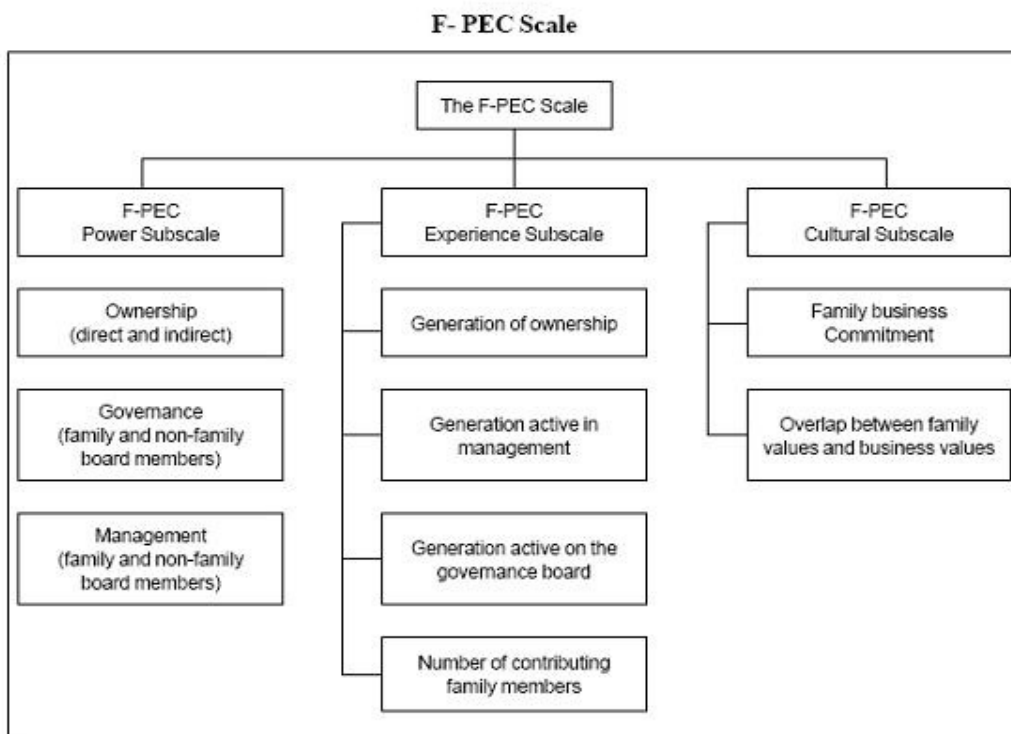
Het ontwikkelen van een theoretische definitie is echter nog maar de eerste fase. Om dergelijke definities ook in de praktijk te kunnen gebruiken moeten deze omgevormd worden tot een operationele definitie die meetbare en observeerbare kenmerken bevatten. Chua et

al. (1999) onderzochten of componenten van familiebetrokkenheid (eigendom, management, governance en mogelijke opvolgers) proxies zouden zijn voor de visie en intenties van het familiebedrijf. Ze vonden echter geen consistente resultaten waardoor bovenstaande definitie empirisch niet echt bruikbaar is.

Een alternatieve benadering wordt gegeven door Astrachan et al. (2002). Zij hebben een schaal ontwikkeld in plaats van één definitie te gebruiken waar je ofwel aan voldoet ofwel niet. De F-PEC schaal (family, power, experience & culture) is een continue schaal die de invloed van de familie weergeeft, gebruikmakend van drie dimensies: macht, ervaring en cultuur. Deze dimensies zijn sterk gebaseerd op elementen die voortkomen in de reeds vermelde definities in de literatuur. Zo staat de machtsdimensie voor de mate waarin het bedrijf *eigendom* is van de familie, de mate van familiale invloed in het *bestuur* en de participatie in het *management*. Deze dimensie kan gemeten worden door het aandelenpercentage in het familiebedrijf en het participatiepercentage in het management en in de raad van bestuur. Het gebruik van een continue schaal is hier belangrijk aangezien de macht die de gehele familie heeft additief en uitwisselbaar is en zowel direct als indirect kan zijn (Astrachan et al., 2002). De tweede subschaal is de ervaringsdimensie. Deze heeft betrekking op de generatie van eigendom, management en bestuur. Deze dimensie weerspiegelt dus het belang van opvolging waar ook auteurs zoals Chua et al. (1999) de nadruk op leggen. Ten slotte onderscheiden Astrachan et al. (2002) cultuur als laatste dimensie. Deze dimensie bestudeert in hoeverre de familiewaarden en ondernemingswaarden overlappen evenals de toewijding van de familie ten opzichte van de onderneming. Deze dimensie omvat deels de intenties waarover Chua et al. (1999) en Litz (1995) het reeds hadden. De F-PEC schaal wordt schematisch weergegeven in figuur 1.

Astrachan et al. (2002) toonden aan met hun F-PEC schaal dat bij het bestuderen van familiebedrijven niet naar één definitie moet gekeken worden maar dat men moet nagaan in welke mate en op welke manier de familie betrokken is en invloed uitoefent op het bedrijf. Echter een manier om daadwerkelijk de drie subschalen te combineren en te operationaliseren wordt niet gegeven door de auteurs. Uhlaner (2002) stelt de 'Guttman' schaal voor als bruikbare meting. Dit is een cumulatieve schaal wat impliceert dat als de onderneming voldoet aan één item op de schaal, ze ook zou moeten voldoen aan de criteria die een minder extreme attitude voorstellen. Uhlaner (2002) identificeerde vier criteria gebaseerd op de F-PEC schaal. De eerste en dus het makkelijkste criterium is dat één of meer leden van het managementteam afkomstig moet zijn uit de familie die de onderneming ook in eigendom heeft. Het tweede criterium is dat minstens 50% van het managementteam afkomstig is van de familie die het bedrijf in eigendom heeft. Dit criterium verruimt het eerste en impliceert dan ook dat als je aan dit criterium voldoet ook aan het eerste hebt voldaan. Het derde criterium stelt dat de familieleden tot op zeker hoogte de algemene

strategie of richting bepalen. Het laatste criterium heeft betrekking op de intentie van het huidige management om de onderneming over te dragen aan de volgende generatie. De resultaten van dit onderzoek wijzen uit dat de schaal een zekere verklaringskracht heeft. Het geeft een veelbelovend resultaat met betrekking tot de mogelijkheden van het gebruik van de 'Guttman' schaal voor verder onderzoek naar familiebedrijven (Uhlander, 2002).



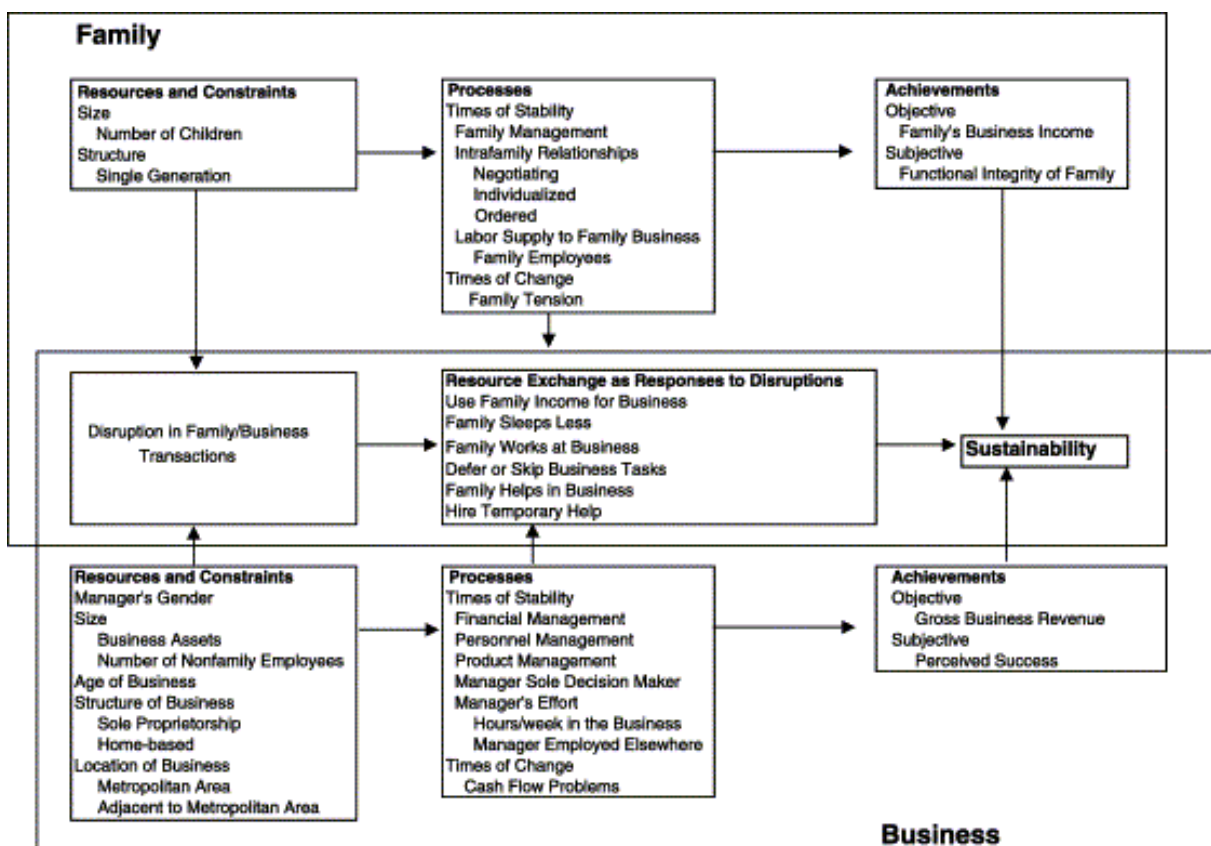
Figuur 1: De F-PEC schaal (Astrachan et al., 2002)

Na deze korte literatuurstudie moeten we concluderen dat er op de relatief gemakkelijke vraag "Wat is een familiebedrijf?" geen eenduidig antwoord te vinden is. Recentere auteurs (Astrachan et al., 2002; Chua et al. 1999; Litz, 1995) zijn het er wel over eens dat één enkele definitie geen oplossing zou bieden. We merken echter op dat een aantal belangrijke kenmerken die typerend zijn voor familiebedrijven steeds terugkomen in deze studies. Deze kenmerken zullen hieronder kort besproken worden.

2.2 Belangrijke kenmerken

2.2.1 Structuur

Wat een familiebedrijf onderscheidt van de andere bedrijven is de overlap die er is tussen het bedrijf en de familie. Het Sustainable Family Business-model (SFB-model) geeft een weergave van deze twee delen. Het model maakt immers een onderscheid tussen het familiesysteem en het bedrijfssysteem en geeft aandacht aan de interacties tussen deze twee systemen. Het belangrijkste onderscheid volgens James (1999) zijn de relaties. Een familie is eigenlijk een nexus van sociale contacten. Familieleden hebben een band met elkaar, ze communiceren en leven met elkaar. Kortom het familiesysteem is gebaseerd op emoties. Het bedrijfssysteem daarentegen bestaat uit formele en expliciete relaties en is gericht op het behalen van resultaten (James, 1999). De twee systemen zijn dus erg verschillend wat weleens kan leiden tot conflicten.



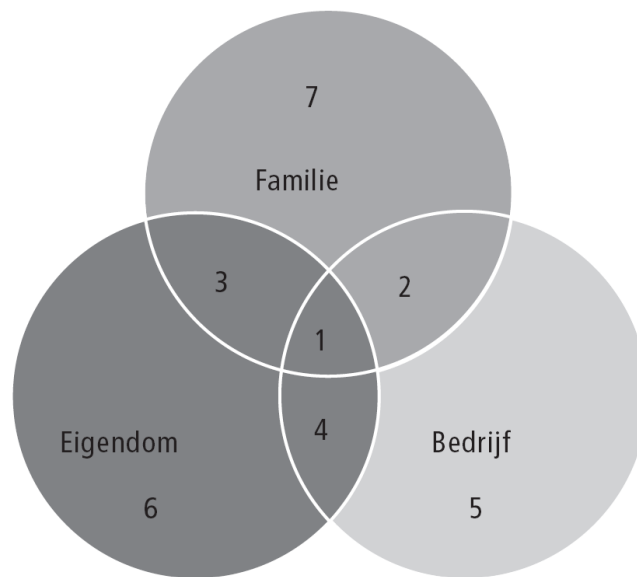
Figuur 2: Het SFB-model (Olson et al., 2003)

Het SFB-model is zeer flexibel volgens Olsen et al. (2003). Het model impliceert dat de *sustainability* van het familiebedrijf een functie is van zowel het bedrijfssucces als de familiale functionaliteit. Elke individu dat zich in een van de twee systemen bevindt zal uiteindelijk beïnvloed worden door beide systemen (Olson, 2003). Een belangrijk aspect van het model is namelijk de herkenning van de interdependenties tussen de twee systemen. In familiebedrijven kan er een uitwisseling van middelen plaatsvinden tussen de familie en het bedrijf. Zo kan de familie een kapitaalbron zijn voor het bedrijf en het inkomen voor de familieleden wordt meestal gegenereerd door het bedrijf. Het SFB-model wordt schematisch weergegeven in figuur 2.

Taiguiri en Davis (1996) voegen nog een derde systeem toe. Zij hebben het drie-cirkelmodel ontwikkeld dat wordt weergegeven in figuur 3. Dit model kan gebruikt worden om structuur te krijgen in de diversiteit aan familiebedrijven. Zij onderscheiden bij familiebedrijven drie subsystemen die elkaar overlappen: het bedrijf, de familie en het eigendom. Wanneer eenzelfde persoon een rol uitoefent in meerdere subsystemen ontstaan er een aantal overlappingsen. Op die manier kunnen we 7 posities onderscheiden in het model door middel van een overlap tussen twee (posities '2','3' en '4') of tussen drie subsystemen (positie '1') (Matser, 2010). Elk individu binnen het bedrijf kunnen we plaatsen in een van deze posities. De posities die ingenomen worden houden vaak ook verband met de levenscyclus van het familiebedrijf. Het model kan ook gebruikt worden om de invloed van de familie als geheel op de onderneming te kennen. Er kan nagegaan worden hoeveel familieleden een rol hebben in het bedrijf en welke rollen zij dan aannemen. Hoe meer niet-familieleden betrokken zijn in het management van de onderneming, hoe kleiner de relatieve invloed van de familie (Matser, 2010). Hetzelfde geldt voor externe aandeelhouders.

Daarenboven kan men het model ook gebruiken om de rolconflicten waarmee familieleden te kampen hebben duidelijk te maken. Matser (2010) haalt de relatie tussen de kinderen aan als voorbeeld. Wanneer ze klein zijn is er enkel een familierelatie waar men streeft naar harmonie en gelijkwaardigheid. Vanaf het moment dat ze echter in het familiebedrijf gaan werken komt er een relatie bij. De broers en zussen worden collega's, hetgeen conflicten met zich mee kan brengen. Stel bijvoorbeeld dat de een veel beter presteert dan de andere en gepromoveerd wordt. Daarenboven worden de relaties nog complexer wanneer ze tenslotte ook eigenaar worden van het familiebedrijf.

Het drie-cirkel model is dus een uitgebreidere versie van het SFB-model dat bovendien ook nog erg dynamisch is. Bij veranderende situaties zoals bedrijfsoverdracht of de aanstelling van een externe manager zal ook de structuur veranderen hetgeen het model gemakkelijk toelaat (Matser, 2010).



Figuur 3: Het drie-cirkelmodel van Taiguri & Davis (Matser, 2010)

2.2.2 Perceptie t.o.v. het bedrijf

Birley (1999, 2001, 2002) heeft zich in haar studies gericht op de percepties van de eigenaar-manager t.o.v. het bedrijf en de familie. Zij onderscheidt drie groepen van familiebedrijven op basis van de percepties van de eigenaar-managers. De eerste groep is de familie-in-groep. Deze groep gelooft dat meer familiale invloed een positief effect heeft op de werking van het bedrijf. Zij vinden dan ook dat kinderen al op een vroege leeftijd betrokken moeten worden in het familiebedrijf en dat de opvolgers sowieso gekozen moeten worden uit de groep van de familieleden. Daar tegenover plaats men de familie-uit-groep. Deze groep kan gezien worden als het tegenovergestelde van de familie-in-groep. Zij vinden dat het beter is dat er geen familieleden als werknemers aanwezig zijn in het familiebedrijf. Als derde groep vinden we de middenmoot de "jugglers". Zij opteren om te streven naar een balans tussen familie en bedrijf.

De auteur had verwacht dat de perceptie ten aanzien van familie en bedrijf samen zou hangen met de generatie. Zo werd verwacht dat de familie-in-groep vooral zou bestaan uit de oprichters (eerste generatie) en dat personen van de tweede generaties eerder de "jugglers" zouden zijn. Dit was echter niet het geval. Men vond wel dat diegene die behoorden tot de familie-in-groep onmiddellijk na het afstuderen het bedrijf hadden opgericht of er waren ingestapt. In deze familiebedrijven zijn dan ook veel familieleden actief. Leden van de familie-uit-groep daarentegen hebben eerst op andere plaatsen ervaring

opgedaan vooraleer ze in het familiebedrijf stapten of het bedrijf hebben opgericht. Het is te verwachten dat de leden uit deze groep zich waarschijnlijk niet zouden classificeren als familiebedrijf. Echter ook de meerderheid aan definities in de literatuur zouden dit niet categoriseren als familiebedrijf aangezien de intentie er niet is om het bedrijf door te geven aan de volgende generatie.

Birley ging in 2002 ook na hoe de kinderen van eigenaar-managers van een familiebedrijf het bedrijf en de invloed van de familie percipieerden. Hierbij konden ze twee groepen onderscheiden op basis van hun percepties: de familie-in-groep en de familie-uit-groep. Zij vonden in hun studie dat de leden uit de in-groep het bedrijf percipieerde als een familiebedrijf en de familiale invloed positief achtte. Daarentegen vonden ze geen relatie tussen de intentie om het familiebedrijf te betreden en het behoren tot een groep. Dit wil zeggen dat het mogelijk is om bij de in-groep te horen en dus familiale invloed in het bedrijf goed te vinden en toch geen intentie hebben om mee in het bedrijf te stappen. Dit impliceert dus dat de attitudes die men heeft ten opzichte van het familiebedrijf geen voorspelling kunnen zijn voor de intentie om in het familiebedrijf te stappen. Volgens Birley (2002) is er een nood om de relatie tussen intenties en attitudes verder te onderzoeken om zo de complexe situatie van diegene die het bedrijf erven te begrijpen.

2.2.3 Visie

Een belangrijk kenmerk dat een familiebedrijf onderscheidt van andere bedrijven is de lange termijn visie. Dit betekent dat men het bedrijf bestuurt met het oog op het door te geven aan de volgende generatie. Zo stelt Casson (1999) dat oprichters hun bedrijf zien als een actief dat ze willen nalaten aan hun kinderen of andere familieleden. Dit in tegenstelling tot andere ondernemingen die het bedrijf vaak zien als welvaart waarvan ze tijdens hun leven van kunnen consumeren. De doelstellingen van het familiebedrijf liggen echter in het 'going concern' karakter en niet in de consumptie van welvaart. Dit impliceert bovendien dat ze niet gefocust zijn op het opkrikken van de korte termijn winst door korte termijn investeringen te doen. Ze prefereren lange termijn investeringen. James (1999) stelt dan ook dat familiebedrijven efficiënter investeren. Door het lange termijn investeren zijn ze ook in staat om betere strategische plannen te maken. Volgens Achten et al. (1998) zal deze strategische planning risico's beperken en zorgen voor een effectievere omgang met onverwachte gebeurtenissen. Familiebedrijven schrijven deze visie en strategie echter te weinig en gebruiken deze niet echt. Achten et al. (1998) stelt dan ook dat het lange termijn denken een sterk punt is terwijl het onderbouwen van dit denken als een zwak punt kan beschouwd worden. Familiebedrijven maken dan ook te weinig gebruik van het concurrentievoordeel dat ze met het lange termijn denken wel degelijk bezitten.

2.2.4 Opvolging

Een van de vaak terugkomende elementen in de talrijke definities van familiebedrijven is de opvolging. Het bedrijf besturen met het oog op het overdragen naar de volgende generatie is een van de belangrijkste doelen van de oprichter. Ook de corporate governance regelgeving in België schenkt hier aandacht aan. In de code Buysse 2 wordt als aanbeveling vermeld om tijdig en zorgvuldig de opvolging te plannen aangezien dit een van de meest cruciale processen is in een familiebedrijf.

We kunnen een onderscheid maken tussen twee vormen van opvolging die zeer nauw met elkaar verbonden zijn. Enerzijds is er de overdracht van het eigendom en anderzijds is er de overdracht van het management. Aangezien het type CEO in deze eindverhandeling centraal staat zal het tweede type opvolging uitgebreider besproken worden.

2.2.4.1. Opvolging in eigendom

Voor de opvolging in eigendom heeft het familiebedrijf een aantal keuzes. Men kan het bedrijf in de familie houden of men kan een externe eigenaar zoeken. De meeste families zien echter enkel opvolging in de familie als een bestaande optie (Flören, 2003), terwijl ook de (gedeeltelijke) verkoop of een management buyout een mogelijke oplossing kan zijn. De overdracht buiten de familie is echter vaak onbespreekbaar omdat het familiebedrijf voor de familieleden vaak meer waarde heeft dan de verkoopwaarde (Flören, 2003). Men probeert dan ook zo lang mogelijk het eigendom en bestuur in handen van de familie te houden. De opvolging in eigendom zou eigenlijk gepercipieerd moeten worden als een proces. Echter in meeste gevallen blijft het een gebeurtenis waarbij een aantal emotionele en psychologische effecten een rol spelen in de drie subsystemen (familie, bedrijf en eigendom) van het familiebedrijf (Flören, 2003).

Wanneer het eigendom van het familiebedrijf in de familie blijft kunnen we drie eigendoms categorieën onderscheiden: de individuele eigenaar, het broers en zussen partnerschap en het nevennichten consortium. In de eerste categorie is het eigendom en veelal ook het bestuur in handen van één persoon. Bij een broers en zussen partnerschap is er meestal sprake van een oudere generatie die het bedrijf heeft doorgegeven aan zijn kinderen. De derde categorie, neven en nichten consortium is de meest complexe vorm. Hierbij is de eigendom verdeeld over een grote groep van familieleden. We bevinden ons hier dan in de derde of latere generatie. Hier heerst er vaak een minder intense familieband. Men kan echter ook opteren om het familiebedrijf (gedeeltelijk) te verkopen. Zoals eerder vermeld is dit vaak niet bespreekbaar voor familiebedrijven. Toch kan ook dit een goed alternatief zijn om bijvoorbeeld de harmonie binnen de familie te bewaren (Flören, 2003).

2.2.4.2. Opvolging in management

De opvolging in het management is cruciaal om de continuïteit van het familiebedrijf te vrijwaren. Deze opvolging zou een gepland proces moeten zijn (Handler, 1990). Uit onderzoek blijkt echter dat de meerderheid van de familiebedrijven de opvolging zien als een gebeurtenis en er gaat dus geen planning aan vooraf. Niettegenstaande dergelijk opvolgingsproces idealiter toch vijf jaar in beslag zou moeten nemen(Handler, 1990, Flören, 1997). Een gebrek aan planning zou kunnen leiden tot de teloorgang van je bedrijf. Redenen om niet aan planning te doen zijn te wijten aan weerstand op verschillende niveaus (Handler, 1990; Flören, 1997):

- Tegenzin om afstand te doen van de controle en de macht: als oprichter van het familiebedrijf heeft hij een bepaald aanzien gecreëerd, de andere familieleden kijken vaak naar hem op. Daarnaast heeft zijn positie hem heel wat macht opgeleverd. Dit zal hij nu moeten doorgeven aan iemand anders
- Angst voor pensionering: pensionering wordt door vele personen als bedreigend aangevoeld aangezien dit een belangrijke verandering in je dagelijkse routine teweegbrengt.
- Angst voor de dood: vele mensen hebben problemen met het aanvaarden van hun sterfelijkheid, maar zeker voor ondernemers kan dit problematisch zijn (Flören, 1997).
- Verlies van identiteit: het familiebedrijf wordt door de oprichter vaak gezien als een verlengde van zijn persoonlijkheid. Zijn visie en zijn waarden hebben het bedrijf gebracht waar het nu is. Het verlies van de onderneming kan dan ervaren worden als een verlies van zijn eigen identiteit.
- Vooringenomenheid ten aanzien van planning: eigenaars ondernemen liever actie dan ze te plannen. Uit het onderzoek van Flören (1997) bleek dan ook dat dit vaak als hoofdrede naar voor wordt gebracht om niet aan planning te doen.
- Het niet kunnen kiezen tussen de kinderen: sommige ondernemers hebben moeite met het geven van een voorkeursbehandeling aan een van hun kinderen.

Het is echter niet altijd mogelijk om je opvolging te plannen aangezien de oprichter-CEO soms met onverwachte gebeurtenissen te kampen heeft. Reden van managementopvolging worden gegeven door de 4 D's: death, disability, divorce en departure. In Nederland staat dit bekend als OASE: overlijden, arbeidsongeschiktheid, stoppen met werken en echtscheiding (Flören, 1997). Enkel echtscheiding blijkt in het onderzoek van Flören (1997) geen echte reden te zijn om als CEO te stoppen in een familiebedrijf.

Naast het verkopen (geheel of gedeeltelijk) en de liquidatie van het bedrijf heeft de oprichter-CEO bij de opvolging in het management de keuze uit drie alternatieven (Flören, 1997):

- Het aanstellen van een kind
- Het aanstellen van een ander familielid
- Het aanstellen van een (eventueel extern) niet-familieid

Daarnaast kan de oprichter beslissen geen actie te ondernemen en een passieve strategie te hanteren. Hoewel dit alternatief kostbaar is blijkt deze passieve benadering gebruikt te worden door 62% van de Nederlandse directeuren (Flören, 1997).

Zoals hierboven werd aangegeven moet de opvolging van het familiebedrijf als een proces beschouwd worden. De literatuur bevat een aantal modellen die de opvolgingsontwikkeling opdelen in fasen (Handler, 1989; Welsch, 1993; Longenecker en Schoen, 1978; Harvey en Evans, 1995; Keating en Little, 1997; Stavrou, 1996). We beperken ons in de bespreking tot het model van Longenecker en Schoen (1978) dat ook gebruikt wordt door Matthews, Moore en Fialko (1999). Zij beschouwen het opvolgingsproces als een langdurige en diachronisch proces van socialisatie. Familiale opvolgers worden met andere woorden geleidelijk aan klaargestoomd om het leiderschap over te nemen. Het model bestaat uit de volgende zeven fasen:

- | | |
|---------------------------------|-----------------------------|
| 1. Pre-business fase | 5. Advanced functional fase |
| 2. Introductory fase | 6. Early succession |
| 3. Introductory-functional fase | 7. Mature succession |
| 4. Functional fase | |

Deze fasen zijn gerelateerd aan twee belangrijke gebeurtenissen in het opvolgingsproces. Met name de komst van de opvolger in de organisatie als een full-time werkracht en de transfer naar de managementpositie van het bedrijf. De *pre-business fase* en de *mature fase* zijn voornamelijk belangrijk om de grenzen van het proces aan te duiden. Het is immers zo dat het opvolgingsproces een duidelijk begin- en eindpunt kent hoewel het exacte punt niet eenvoudig te bepalen is en situatiegebonden is.

De eerste drie fasen vinden plaats vooraleer het kind daadwerkelijk actief betrokken wordt in het familiebedrijf. De *pre-business fase* bevat die momenten waarbij het kind eerder onbewust geconfronteerd wordt met het familiebedrijf. Dit kan zijn in de vorm van een eerste bedrijfsbezoek of door het spelen met de activa van het bedrijf. De *introductory fase* gaat een stap verder en zal het kind bewust kennis laten maken met de verschillende facetten van het familiebedrijf. In de derde fase, *introductory-functional fase* zal de opvolger zijn eerste werkervaringen opdoen in het bedrijf, vaak als parttime werknemer of als

jobstudent. Het is ook tijdens deze fase dat het kind zijn opleiding zal beëindigen en eventuele werkervaring zal opdoen in andere ondernemingen.

Fase 4 en 5 zijn gerelateerd aan de ontwikkeling van het kind om een fulltime werknemer te worden. De *functional fase* wordt ingezet wanneer hij een volwaardig en voltijds lid wordt van het familiebedrijf. Wanneer de familiale opvolger gepromoveerd wordt tot kaderlid komen we terecht in de *advanced functional fase*. De opvolger zal deze functie blijven uitoefenen tot hij de CEO positie van zijn ouder overneemt. Het is mogelijk dat de familiale opvolger meerdere managementfuncties heeft gehad vooraleer hij de positie van de oprichter overneemt. Wanneer het kind zijn vader daadwerkelijk heeft opgevolgd zit het proces er eigenlijk op. Longenecher en Schoen (1978) zijn er echter van overtuigd dat deze transfer niet zo gemakkelijk gebeurt en dat de ontwikkeling van een opvolger niet afgerond is wanneer hij CEO wordt. Zij introduceren daarom de twee laatste fasen. Deze bevatten de activiteiten en het leerproces van de opvolger nadat hij de managementpositie verkreeg. De *early succession fase* bevat de periode nadat men de CEO positie heeft verkregen maar voordat hij de complexiteit van deze positie kent en echt de controle heeft die geassocieerd wordt met dit leiderschap. De laatste fase, *mature fase* is dan de uiteindelijke eindgrens van het proces. Het proces wordt hierbij als compleet beschouwd wanneer de opvolger zowel de leiderschapsrol als de leiderschapspositie tot zich heeft genomen en deze ook relatief autonoom kan uitoefenen.

Hoofdstuk 3: Kredietverlening aan KMO's

3.1 Inleiding

Bankfinanciering verloopt niet altijd vlekkeloos bij KMO's. Ze kunnen vaak hun ware kwaliteit niet tonen en er heerst vaak een grotere informatie asymmetrie tussen de KMO en de bank dan bij grotere bedrijven. KMO's worden dan ook vaak geconfronteerd met kredietrantsoenering. Dit is het gevolg van marktfaling in de moderne kapitalistische economie (Steijvers et al. 2004). De economische theorie betreffende het marktevenwicht impliceert dat de evenwichtsprijs de prijs is waaraan vraag en aanbod aan elkaar gelijk zijn. Wanneer vraag en aanbod niet gelijk zijn aan elkaar zal de markt door de prijs te verhogen of te verlagen dit onevenwicht herstellen. Wanneer in de markt van kredietverlening de vraag naar leningen het aanbod overstijgt zou dit impliceren dat het marktmechanisme de intrestvoet verhoogt waardoor er een aantal vragers afhaken en er een nieuw evenwicht ontstaat aan een hogere prijs. We zien echter in de literatuur dat dit in werkelijk niet het geval is (Steijvers et al, 2004; Cressy, 2007). Er ontstaat immers kredietrantsoenering bij KMO's terwijl dit volgens de economische theorie niet zou mogen. In de volgende paragrafen zal eerst verder besproken worden wat kredietrantsoenering is, gevolgd door de uitleg waarom er marktfaling plaatsvindt met rantsoenering als gevolg. Ten slotte zullen een aantal kredietvoorwaarden besproken worden die de kredietrantsoenering zouden verminderen.

3.2 Wat is kredietrantsoenering?

In de literatuur zijn er een aantal nuanceverschillen te constateren wat betreft de definiëring van kredietrantsoenering. Zo definieert Parker (2002) twee types van kredietrantsoenering. Type 1 is dat soort van kredietrantsoenering waarbij sommige of alle aanvragers een kleinere lening verkrijgen dan verwacht aan de bank optimale intrestvoet². Dit is dezelfde definitie die Jaffee en Russell (1976) hanteren in hun werk. Dit is echter niet de meest gebruikte definitie van kredietrantsoenering. Het tweede type dat Parker (2002) onderscheidt is strenger en is de situatie waar bepaalde kredietaanvragers, behorende tot een identificeerbare groep afgewezen worden ondanks het feit dat ze bereid zijn een hogere intrestvoet te betalen dan de gevraagde bank optimale intrestvoet. Dit type komt in grote mate overeen met de definitie die Stiglitz en Weiss (1981) gebruikten in hun standaardwerk die stelt dat er sprake is van kredietrantsoenering wanneer bepaalde kredietaanvragers, behorende tot een identificeerbare groep, onmogelijk kredieten kunnen verkrijgen aan de

² De intrestvoet waar de return wordt gemaximaliseerd, wordt de bank-optimale intrestvoet genoemd (Stiglitz & Weiss, 1981). In paragraaf 3.3 wordt hier nog verder op ingegaan.

huidige intrestvoet of indien in een groep van kredietaanvragers die gelijkaardig zijn, sommigen wel krediet verkrijgen en anderen niet. Diegenen die geen krediet verkrijgen, zouden zelfs geen krediet verkrijgen bij het aanbieden van een hogere intrestvoet (Steijvers et al., 2004). Jaffee en Stiglitz (1990) stellen in het algemeen dat kredietrantsoenering ontstaat doordat een vraagoverschot niet weggewerkt kan worden aangezien de gehanteerde intrestvoet lager ligt dan het *Walrasian clearing level*³. Afhankelijk van de manier waarop we het vraagoverschot definiëren, tijdelijk of blijvend, en de factoren die dit vraagoverschot bepalen onderscheiden Jaffee en Stiglitz (1990) vier verschillende soorten kredietrantsoenering:

- *Intrest rate rationing* houdt in dat de ondernemer bij een gegeven intrestvoet een lager bedrag zal ontvangen dan oorspronkelijk gevraagd. Om toch een hoger bedrag te verkrijgen zal een hogere intrestvoet betaald moeten worden. Deze vorm komt in grote mate overeen met het type 1 van kredietrantsoenering dat Parker (2002) kort aanhaalde. Dit type kredietrantsoenering is echter niet zo relevant aangezien het logisch is dat een ondernemer een hogere intrestvoet moet betalen voor een hoger bedrag aangezien het risico op niet terugbetalen hierdoor ook toeneemt (Steijvers et al., 2004).
- *Divergent views rationing* houdt in dat sommige ondernemers niet kunnen lenen aan de intrestvoet die zij gepast vinden vertrekkende van hun gepercipieerde kans op falen. Het feit dat de meeste bedrijven geen lening kunnen krijgen aan de intrestvoet van een overheidsobligatie, geeft weer dat deze bedrijven meer risicovol zijn (Steijvers et al., 2004).
- *Redlining*. Een bank kan zijn leners indelen in categorieën die hun risicoklasse weerspiegelt. *Redlining* houdt dan in dat er krediet geweigerd zal worden aan bedrijven afhankelijk van hun risicoklasse. Voor deze bedrijven kan de bank aan geen enkele intrestvoet de vereiste return halen. Ook Parker (2002) onderscheidde deze vorm.
- *Pure credit rationing* houdt in dat sommige ondernemers kredieten krijgen terwijl andere leners die identiek lijken niet kunnen lenen aan dezelfde voorwaarden. Deze vorm ontstaat indien er sprake is van imperfecte informatie (Stiglitz & Weiss, 1981; Steijvers et al., 2004)).

Wanneer we deze laatste vorm nader bekijken merken we op dat deze consistent is met de definities gebruikt in de meeste verklaringsmodellen (Stiglitz & Weiss, 1981; Parker, 2000; Steijvers et al., 2004). Steijvers et al. (2004) stelt echter dat pure credit rationing niet altijd goed onderscheiden kan worden van de aparte variant redlining. Indien de financiële instellingen de bedrijven in vele risicocategorieën indelen, wordt het onderscheid vaag. Sommige bedrijven met een te hoog risico worden uitgesloten van kredietverlening

³ De Walrasian clearing level is de situatie waarbij vraag en aanbod gelijk zijn aan elkaar (Stiglitz en Weiss, 1981). In paragraaf 3.3 wordt hier nog verder op ingegaan.

(redlining). Deze bedrijven die tot een bepaalde risicocategorie behoren, lijken echter sterk op bedrijven die tot een aangrenzende risicocategorie behoren maar wel kredieten verkrijgen. Bijgevolg kan dit als pure credit rationing bestempeld worden (Steijvers et al., 2004). Wanneer we verder in deze eindverhandeling nog spreken van kredietrantsoenering wordt pure credit rationing bedoeld of het ermee verwante redlining.

3.3 Het ontstaan van kredietrantsoenering

De grootste zorg die de bank heeft bij het uitgeven van leningen is de intrestvoet die ze hiervoor krijgen en het risico dat gepaard gaat met de lening. Maar welke intrestvoet kan men het best vragen en welk risico gaat er gepaard met de lening? Deze vraag kan de bankier niet zo eenvoudig beantwoorden aangezien er asymmetrische informatie heerst tussen de kredietverlener en de onderneming. De onderneming weet doorgaans beter welk risico er verbonden is aan zijn project en wat dan het risico van niet-betaling zal zijn. Jaffee en Russel (1976) en Stiglitz en Weiss (1981) hebben als eerste deze asymmetrische informatie geïntroduceerd in de analyse van de kredietbeslissing. Stiglitz en Weiss (1981) concluderen in hun model dat banken eerder de kredieten zullen rantsoeneren dan hun intrestvoet te verhogen. De verklaring hiervoor kan teruggevonden worden in twee bekende fenomenen adverse selectie en moral hazard die tot stand kunnen komen door de intrestvoet te veranderen.

Het adverse selectie probleem ontstaat doordat verschillende ondernemingen een verschillende kans op terugbetaling hebben. De verwachte return van de kredietverlener hangt af van deze kansen wat impliceert dat de banken graag willen achterhalen welke onderneming de grootste kans heeft op niet-terugbetaling. Om risico-averse ondernemingen te identificeren kan de bankier de intrestvoet gebruiken als screening middel. Diegene die een hogere intrestvoet wensen te betalen hebben vaak ook een hoger risico (Stiglitz & Weiss, 1981). Dit impliceert dat wanneer men de intrestvoet laat stijgen hierdoor ook het gemiddelde risiconiveau van de leners toeneemt wat impliceert dat de winsten van de kredietverlener zullen afnemen. Adverse selectie brengt dus met zich mee dat bedrijven met een groter risico worden aangetrokken en bedrijven met een kleiner risico worden afgestoten. (Stiglitz & Weiss, 1981).

Daarnaast vermelden Stiglitz en Weiss (1981) nog een tweede manier waarop de intrestvoet de verwachte return kan beïnvloeden namelijk door de acties van de onderneming te sturen. Door de intrestvoet te verhogen zal men de ondernemingen een incentive geven om projecten te ondernemen met een hoge risicograad aangezien de veiligere projecten een te lage return zullen opleveren om de hogere intrestvoet te kunnen betalen. Dit wordt het

moral hazard probleem genoemd en impliceert ook een lagere return voor de kredietverlener (Stiglitz & Weiss, 1981).

Beide effecten hebben dus het gevolg dat de verwachte return van de kredietverlener minder snel zal stijgen dan de intrestvoet. Vanaf een bepaald moment kunnen we zelfs verwachten dat de return zal dalen wanneer we de intrestvoet nog verder opdrijven. De intrestvoet waar de return wordt gemaximaliseerd wordt de bankoptimale intrestvoet genoemd (Stiglitz & Weiss, 1981). Dit is de evenwichtsprijs voor een gemiddelde lening ook al is de vraag niet gelijk aan het aanbod. Wanneer aanbod en vraag wel gelijk zijn aan elkaar bevinden we ons in het *Walrasian clearing level*. De intrestvoet die hiermee gepaard gaat, wordt de Walrasian intrestvoet genoemd (Stiglitz en Weiss, 1981). Een lening uitgeven aan deze prijs is niet opportuun, ook niet indien de onderneming bereid is deze te betalen. De reden hiervoor is dat deze lening een hoger risico met zich meedraagt dan de gemiddelde lening waardoor de verwachte return van de bank daalt. Vandaar dat iedere kredietaanvrager die een hogere intrestvoet wil betalen toch afgewezen zal worden en het fenomeen kredietrantsoenering ontstaat (Steijvers et al., 2004).

Naast het alom bekende model van Stiglitz en Weiss (1981) zijn er nog een aantal andere verklaringmodellen ontwikkeld. Parker (2002) vermeldt in zijn studie modellen van o.a. Watson (1984), Williamson (1987), Hillier en Ibrahim (1993) en Hellman en Stiglitz (2000). De meeste modellen vertrekken echter vanuit dezelfde theorie en komen tot soortgelijke conclusies. De meerderheid van deze modellen gebruiken asymmetrische informatie als vertrekpunt wat adverse selectie en moral hazard tot gevolg heeft. Kredietrantsoenering ontstaat dan aangezien de bank een bankoptimale intrestvoet vraagt die lager is dan de Walrasian intrestvoet waardoor er een vraagoverschot ontstaat.

We kunnen concluderen dat het voor de bankier zeer moeilijk is om een schatting te maken van de kwaliteit van een KMO. Aangezien heel wat KMO's niet op de beurs genoteerd staan moet een kredietverlener de KMO beoordelen op basis van de informatie die ze zelf verschaffen. Uit een onderzoek van de E.U blijkt echter dat de informatie die de KMO's verschaffen tekortschiet (Wagenvoort, 2003). Asymmetrische informatie is dus groter bij KMO's dan bij grotere bedrijven. Banken hebben echter een aantal 'technieken' ontwikkeld om deze asymmetrische informatie te verminderen en adverse selectie en moral hazard tegen te gaan. Deze technieken zullen opgenomen worden als kredietvoorwaarden in het kredietcontract en zullen in de volgende paragraaf besproken worden.

3.4. Kredietvoorwaarden

3.4.1 Waarborgverlening

We kunnen een onderscheid maken tussen twee soorten waarborgen: de persoonlijke waarborg (outside collateral) en de zakelijke waarborg (inside collateral) (Berger & Udell, 1998). Persoonlijke waarborgen zijn waarborgen die toegekend worden door de eigenaar van het bedrijf en geen deel uitmaken van de wettelijke entiteit van het bedrijf. Zakelijke waarborgen daarentegen hebben betrekking op de activa van het bedrijf (Berger & Udell, 1998; Steijvers et al., 2004). Waarborgen worden gezien als een sterk instrument in het verminderen van asymmetrie tussen de onderneming en de kredietverlener en kan gebruikt worden om tegen gunstigere voorwaarden te verlenen (Berger & Udell, 1998). De lener ontvangt in ruil voor de waarborg een lagere intrestvoet, maar heeft de kans om deze waarborg te verliezen indien zijn project een lage return oplevert. Indien deze kans te groot is, zullen de kosten van waarborgverlening de voordelen van een lagere intrestvoet teniet doen en zal de lening worden geweigerd door de onderneming. Het omgekeerde geldt indien het gaat om een project met een grote kans op een hoge return. Vandaar dat de lener de echte waarde van het project kan signaleren door het aanbieden van waarborgen (Steijvers et al., 2004). Dit is zeker het geval indien de financiële instelling over beperkte informatie beschikt en de waarde van het uit te voeren project lager inschat (Rothschild en Stiglitz, 1971). Waarborgen zouden dus een signaalwaarde kunnen hebben voor de bank met betrekking tot de kredietwaardigheid van een onderneming (Steijvers et al., 2004).

Naast de signaalwaarde die de waarborg heeft om op die manier de asymmetrische informatie te verminderen kent waarborgverlening nog een aantal andere voordelen. Heel wat studies hebben onderzoek verricht betreffende waarborgverlening. Steijvers en Voordeckers (2009b) onderscheiden in de literatuur twee grote groepen. Ten eerste onderscheiden ze die auteurs die waarborgverlening zien als een signaal om de informatie asymmetrie te verminderen en daardoor een indirect effect heeft op kredietrantsoenering. Als tweede groep onderscheiden ze de auteurs die waarborgverlening zien als een instrument dat het aanbod van de banken verhoogt waardoor er een direct effect te onderscheiden is op kredietrantsoenering.

De eerste groep van onderzoekers is op zich sterk verdeeld. Enerzijds heb je studies die argumenteren dat waarborgverlening een oplossing biedt voor het moral hazard probleem, anderzijds zijn er die studies die het als een oplossing zien voor het adverse selection probleem.

De meerderheid van de studies vinden bewijzen dat waarborgverlening een oplossing biedt voor het moral hazard probleem (e.g. Berger and Udell, 1995; Harhoff and Körting, 1998;

Chakraborty and Hu, 2006; Hernandez-Canovas and Martinez- Solano, 2006; Menkhoff *et al.*, 2006; Voordeckers and Steijvers, 2006; Brick and Palia, 2007; Steijvers *et al.*, 2008). Hierbij wordt bedoeld dat waarborgverlening een disciplinerend effect heeft op het gedrag van de onderneming. Waarborgverlening zorgt er immers voor dat risicovolle bedrijven niet zullen switchen naar een ander project met een hoger risico nadat de lening werd toegestaan omdat het risico op het verliezen van de waarborg risk-shifting tegengaat. Daar tegenover staan de empirische studies van Lehmann en Neuberger (2001) en Jiminez *et al.* (2006) die contrasterende resultaten bevatten. Lehmann en Neuberger (2001) vinden dat bedrijven met een hogere krediet rating en dus een hoger risico minder waarborgen verlenen. Jiminez *et al.* (2006) vinden daarenboven dat het gebruik van waarborgen positief gerelateerd is aan de kredietkwaliteit. Deze studies bevestigen dat waarborgverlening een signaalwaarde heeft die het adverse selectie probleem kan oplossen. Immers lage risico ontleners zullen meer waarborgen verlenen om hun kwaliteit te tonen waarmee ze de echte waarde naar de bank toe signaleren. (e.g. Bester, 1985, 1987; Chan and Kanatas, 1985).

De reden voor deze tegengestelde resultaten kunnen volgens Steijvers en Voordeckers (2009b) gevonden worden in verschillen in het onderzoekskader, context, financieel systeem *et cetera*. Echter een van de grootste redenen is te vinden in het feit dat men slechts één kredietvoorwaarde bekijkt. Men bestudeert enkel waarborgen en men houdt geen rekening met andere instrumenten die de informatie asymmetrie zouden kunnen doen dalen. We denken daarbij aan instrumenten zoals relatiebankieren, convenanten en de lengte van de lening. Deze kredietvoorwaarden zijn echter sterk onderling afhankelijk. Daarenboven wordt er vaak geen onderscheid gemaakt tussen persoonlijke en zakelijke waarborgen, terwijl ze elk een ander effect hebben op de risico aversie van de onderneming. Dit onderscheid is dan ook cruciaal aangezien er een ander effect kan verwacht worden per type waarborg. Persoonlijke waarborgen hebben immers een sterker disciplinerend effect aangezien ze het risicogedrag van de lener sterker beperken dan zakelijke waarborgen (Mann, 1997). Met het verlenen van persoonlijke waarborgen verkrijgt de bankier een expliciete claim op het persoonlijk vermogen van de ondernemer, wat niet het geval is bij zakelijke waarborgen (Ang *et al.*, 1995). De kans dat de ondernemer een persoonlijk verlies zal voelen is dan ook veel groter bij persoonlijke waarborgen. Ten slotte houden ze geen rekening met het feit dat de bank de kredietvoorwaarden tegelijkertijd bepaalt zoals waarborgen, intrestvoet en lengte van de lening. Brick en Palia (2007) stellen dan ook dat het cruciaal is om de kredietvoorwaarden simultaan te bestuderen aangezien dat kredietverleners de impliciete (intrestvoet) en de expliciete (waarborgen) prijs van een lening ook simultaan bepalen. Voor een uitgebreidere bespreking van de redenen van verschillende resultaten verwijzen we naar Steijvers en Voordeckers (2009b).

Ook Stiglitz en Weiss (1981) maakten een onderscheid tussen het adverse selection effect en het moral hazard effect. Zij bemerkten dat een manier om te reageren op kredietrantsoenering het verhogen van de waarborgverlening kan zijn. Hierdoor kan je de vraag naar leningen doen verlagen en de kans op falen voor de bank neemt hierdoor af met als gevolg een verhoogde verwachte return. De auteurs merken echter op dat dit niet zal gebeuren en kwamen tot dezelfde conclusie als bij de rol van de intrestvoet. Het verhogen van de waarborgverlening brengt een positief moral hazard effect met zich mee. Dit impliceert dat waarborgen ex-post het gedrag van de ondernemer kunnen sturen uit schrik van het verliezen van het actief. Anderzijds is er een negatief adverse selectie effect. Immers volgens de auteurs zijn het de meest welvarende ondernemers die hogere waarborgen aanbieden en dit zijn tevens de minst risico adverse personen. Het verhogen van de waarborgvereiste zal de return van de bank verlagen, zodat kredietrantsoenering blijft bestaan (Steijvers et al., 2004). Stiglitz en Weiss (1981) stellen immers dat het negatieve adverse selectie effect het positieve moral hazard effect overstijgt.

De tweede grote groep van onderzoekers die Steijvers en Voordeckers (2009b) onderscheiden zijn diegene die waarborgverlening zien als een instrument dat direct het aanbod van de bank verhoogt. Deze literatuur staat echter nog in zijn kinderschoenen. Kredietrantsoenering is het resultaat van de interactie tussen aanbod en vraag naar bankkrediet. Het evenwicht wordt bereikt wanneer de bankoptimale intrestvoet wordt gevraagd. Vanuit het Walsarian standpunt is er dan een onevenwicht aangezien de vraag naar krediet het aanbod overstijgt. Hierdoor ontstaat kredietrantsoenering. Waarborgverlening kan nu gezien worden als een determinant van de aanbodzijde van bankkrediet. (Ogawa and Suzuki, 2000; Atanasova and Wilson, 2004). Meer waarborgen zal het aanbod doen stijgen aangezien waarborgen de informatie asymmetrie zal doen verminderen. Het laten toenemen van het aanbod zal de kans op een vraagoverschot doen dalen en dus de kans op kredietrantsoenering ook doen dalen. Hierbij kan besloten worden dat waarborgverlening het probleem van kredietrantsoenering voor een bepaald bedrijf kan oplossen.

Naast de signaalwaarde heeft waarborgverlening ook nog andere voordelen voor de bankier. Waarborgverlening limiteert de mogelijke claims in geval van faillissement (Scott 1977). Bij de liquidatie zal de waarborg middelen wegnemen van de andere, niet beschermde kredietverleners. Een ander voordeel wordt gegeven door Mann (1997). Hij stelt dat waarborgverlening de mogelijkheid om in de toekomst leningen af te sluiten bij andere banken beperkt. Als laatste voordeel wordt het verminderen van de agency kosten in de literatuur gegeven. Waarborgverlening vermindert de agency kosten van schulden door het voorkomen van asset substitution (Jensen and Meckling 1976) en het onderinvesteringsprobleem (Myers 1977). Het asset substitution probleem ontstaat wanneer

de onderneming de mogelijkheid heeft om een risicovoller investeringsproject aan te gaan dan het originele project. De potentiële voordelen van dergelijk gedrag zullen volledig gedragen worden door de onderneming, terwijl de kredietverleners de potentiële verliezen zullen dragen in geval van falen. Het onderinvesteringsprobleem ontstaat wanneer investeringsprojecten met een lage positieve waarde en een laag risico geweigerd worden door de onderneming ten koste van de kredietverlener. In dit geval kan waarborgverlening een rol spelen in het reduceren van toekomstige faillissementskosten.

3.4.2 Intrestvoet

De expliciete prijs van een banklening wordt gegeven door de intrestvoet. De bepaling van de intrestvoet is echter niet zo een gemakkelijke opdracht. Hij moet hoog genoeg zijn opdat de diverse kosten gedekt kunnen worden (Keasey & Watson, 2000), maar hij mag niet te hoog zijn omdat anders goede (minder risicovolle) projecten worden afgestoten (Stiglitz & Weiss, 1981). De kosten die gedekt moeten worden zijn onder andere de marginale kost om het leenbedrag te verkrijgen bij de monetaire markt, de administratiekost en de controlekosten (Keasey & Watson, 2000; Pallegu et al., 2010). Daarnaast moet de intrestvoet een premium voor het falingsrisico bevatten. Dit falingsrisico wordt beïnvloed door het business risico en het financieel risico (Kealey & Watson, 2000).

Shailer (1999) stelt dat banken leningen, waar ze geen onderscheid in kunnen maken op basis van de kwaliteit, groeperen in een pool. De kredietverleners zullen een gewogen gemiddelde intrestvoet hanteren die het gemiddelde verwachte falingsrisico van dergelijke leningspool reflecteert. Wanneer de kans op falen van elke dollar in de pool toeneemt, neemt ook de intrestvoet toe. Het verschil tussen de vereiste intrestvoet en de geheven intrestvoet is de risicopremie. Om deze risicopremie te vermijden kan een bedrijf zijn kwaliteit signaleren om zich op die manier van de pool te onderscheiden. Bedrijven die hier in slagen behoren vanaf dan tot een andere pool waarvoor er andere verwachtingen betreffende het falingsrisico gelden. De intrestvoet voor deze groep ligt dan ook lager. Wanneer echter de ondernemingen die hun kwaliteit signaleren toenemen, zal de groep met een hoog falingsrisico afnemen. Het risico in deze groep kan dan echter een onaanvaardbaar niveau bereiken met als gevolg dat deze bedrijven zullen verdwijnen uit de portfolio. Bedrijven die hun kwaliteit dus niet signaleren kunnen uit de markt worden gezet, afhankelijk van de homogeniteit tussen de ondernemingen.

Stiglitz & Weis(1981) stellen dat de banken hun intrestvoet niet zullen blijven verhogen. Zij hebben aangetoond dat banken niet een zo hoog mogelijke intrestvoet kunnen vragen omwille van het adverse selectie en moral hazard probleem dat een te hoge intrestvoet teweeg kan brengen. Het adverse selectie probleem ontstaat doordat verschillende

ondernemingen een verschillende kans op terugbetaling hebben. De opbrengst van de kredietverlener hangt uiteindelijk af van deze kans op terugbetaling. Het is dan uiterst belangrijk dat banken kunnen achterhalen welke onderneming de grootste kans heeft op niet-terugbetaling. De intrestvoet kan hier als screening middel gebruikt worden. Immers diegene die een hogere intrestvoet wensen te betalen hebben vaak ook een hoger risico (Stiglitz & Weiss, 1981). Het gemiddelde risiconiveau van de leners neemt dus toe wanneer we de intrestvoet verhogen wat impliceert dat de winsten van de kredietverlener zal afnemen (Stiglitz & Weiss, 1981). Daarnaast kan de bank ook proberen om de acties van de ontlener *ex post* te sturen om zo het moral hazard probleem tegen te gaan. Immers door de intrestvoet te verhogen zal men de ondernemingen een incentive geven om projecten te ondernemen met een hoge risicograad aangezien de veiligere projecten een te lage return zullen opleveren om de hogere intrestvoet te kunnen terugbetalen (Stiglitz & Weiss, 1981).

Bij de bepaling van de intrestvoet baseert men zich vaak op een basisrentevoet zoals de interbancaire referentierentevoet van LIBOR. (Palepu et al., 2010). Deze rentevoet verhoogt men dan met de reeds vernoemde risicopremie. Palepu et al. (2010) stelt echter dat deze premie niet hoger zal liggen dan 2 % omwille van de onderlinge concurrentie tussen banken.

3.4.3 Convenanten

Een andere mogelijkheid om de asymmetrie tussen de kredietverlener en de kredietaanvrager te verminderen is het gebruik van convenanten. Dit zijn contractuele bepalingen die door het vereisen van specifieke financiële ratio's en beperkingen inzake bepaalde activiteiten het gedrag van het bedrijf limiteren. Ze geven de bank meer controle over haar cliënt en voorkomt hierbij dat de onderneming aan risk shifting zal doen en zich dus *ex-post* in projecten stort met een hoger risico (Jensen & Meckling, 1976; Bagnoli, 2008). Daarenboven verplichten ze de onderneming om de convenanten te hernegotiëren bij het voordoen van strategische waardecreërende opportuniteiten of bij essentiële wijzigingen van de financiële toestand van het bedrijf (Smith en Warner 1979, Berlin en Loeys 1988, Carey et al. 1993, Steijvers et al. 2004). Door het vastleggen van specifieke financiële ratio's en het gedrag en de activiteiten van het bedrijf te beperken, dwing je het bedrijf om vooraf toestemming te gaan vragen aan de kredietverlener vooraleer over te gaan tot veranderingen. Om echter de bank volledig te kunnen beschermen tegen het 'risk-shifting' gedrag moeten de contracten zeer gedetailleerd zijn en bijna alle situaties dekken. In de praktijk is dit echter niet mogelijk. Daarenboven brengt dit een aantal kosten met zich mee waaronder de kosten die gepaard gaan met het opstellen van dergelijke contracten en de kosten geassocieerd met het doen naleven van de contracten.

Convenanten kunnen volgens Niskanen en Niskanen (2004) ingedeeld worden in positieve en negatieve convenanten. Positieve convenanten bevatten clausules die de onderneming verplichten bepaalde activiteiten te ondernemen zoals het verzekeren en onderhouden van hun activa en overeenkomsten om financiële ratio's binnen een bepaalde range te houden. Negatieve convenanten daarentegen verbieden het ondernemen van bepaalde activiteiten zoals het aangaan van additionele schulden, het verkopen van activa of het uitgeven van hogere dividenden dan afgesproken (Brealey and Myers, 2000).

Carey et al. (1993) daarentegen onderscheidt twee andere soorten convenanten met name *maintenance* en *incurrence* convenanten. De eerste vorm verplicht de onderneming om op regelmatige basis (bv. op het einde van elk kwartaal) bepaalde criteria te halen. Bij een *incurrence* convenant wordt het de onderneming verboden bepaalde activiteiten te ondernemen (bijvoorbeeld het aangaan van nieuwe schulden of een fusie) als de financiële criteria niet gehaald worden na het aangaan van de activiteit. Meestal bevatten bankleningen *maintenance* convenanten (Carey et al., 1993).

Convenanten worden in de literatuur vaak gezien als een mogelijke oplossing voor het agency probleem (Smith en Warner, 1979). Deze strenge controle door de bank brengt echter ook een aantal nadelen met zich mee. Convenanten beperken de flexibiliteit van de onderneming en kan tot gevolg hebben dat de winstgevendheid van het bedrijf daalt (Berlin & Mester, 1992; Brau, 2002). Het bedrijf kan immers gedwongen worden een aantal suboptimale beslissingen te nemen omwille van de beperkingen opgelegd door de convenanten. De bank kan hold up problemen veroorzaken (Steijvers et al., 2004). Dit wil zeggen dat in ruil voor de nodige financiering van een project met een positieve netto contante waarde, de KMO verplicht is een hogere intrestvoet te betalen of andere toegevingen te doen (Rajan, 1992). Op deze manier kunnen convenanten leiden tot marktmacht en suboptimale resultaten (Berger en Udell, 1998). Smith en Smith (2000) stellen echter dan de bank een reputatie hoog te houden heeft waardoor dit hold-up probleem zich waarschijnlijk niet zal voordoen.

Empirisch onderzoek over convenanten bij leningen aan KMO's is echter zeer gering (Steijvers et al., 2004). Apilado en Millington (1992) onderzochten wel welke variabelen het gebruik van convenanten bepalen. Hierbij onderzochten ze het effect van ondernemingskenmerken waaronder de grootte en leeftijd, bankkenmerken waaronder grootte, charter, type, organisatievorm en tenslotte het leenbedrag. Uit het onderzoek van Apilado en Millington (1992) blijkt dat convenanten bij KMO's veelvuldig worden gebruikt, meer zelfs dan bij grote bedrijven. Dit is te wijten aan het feit dat KMO's gepaard gaan met grotere risico's aangezien er bij een grotere asymmetrie heerst tussen de KMO en de bank. Andere elementen die significant bleken te zijn, zijn het bedrag van de lening en de

kenmerken van de bank. Daarnaast werd er ook onderzocht wat de impact was op de intrestvoet als er meer convenanten in het contract waren bedongen. Er blijkt een bepaalde inverse sensitiviteit te zijn tussen convenanten en de intrestvoet maar deze gaat enkel op bij grote onafhankelijke banken. Over het algemeen hebben KMO's meer convenanten en een hogere intrestvoet wat impliceert dat kleine ondernemingen intrestpremies betalen die niet gecompenseerd worden door een hoger risico of dat banken convenanten niet zien als een risicoverminderend instrument (Apilado & Millington, 1992). Ook Niskanen en Niskanen (2004) vonden dat het gebruik van convenanten niet automatisch een lagere intrestvoet impliceert. Morgan (1993) stelde daarentegen vast dat bij middelgrote ondernemingen het gebruik van convenanten een positief effect heeft op het verkrijgen van de gewenste financiering en dit aan een relatief lage kost.

Niskanen en Niskanen (2004) vonden daarnaast nog een aantal interessante resultaten. Zij onderzochten het gebruik van convenanten in Finland. Zij vonden dat het gebruik van convenanten bij *manager-owned* bedrijven lager lag dan bij andere bedrijven. Een uitzondering kan echter gevonden worden bij familiebedrijven. Immers wanneer het eigendomsaandeel van een enkele familie steeg, steeg ook de kans op een convenant. Naast ondernemingskenmerken werd ook het effect van relatiebankieren op het gebruik van convenanten onderzocht. Niskanen en Niskanen (2004) vonden een positieve relatie tussen de lengte van de relatie met de bank en het gebruik van negatieve convenanten. Dit resultaat is enigszins vreemd aangezien verwacht kan worden dat hoe langer de relatie met de bank, hoe minder asymmetrie, hoe lager de nood aan convenanten. Het is echter wel consistent met de bevinding van Degryse en Van Cayseele (2000) dat kredietvoorwaarden slechter worden wanneer de relatie met de bank langer wordt. Daarnaast vonden de onderzoekers dat ondernemingen die net van hoofdbank zijn veranderd een grotere kans op een convenant hebben. Beide resultaten impliceren dat er twee groepen onderscheiden kunnen worden, diegene met een lange en zeer korte relatie en dat beide groepen meer kans hebben op het krijgen van convenanten. Als laatste relationeel kenmerk blijkt ook bankcompetitie een positief effect te hebben op het gebruik van convenanten. Immers in een competitieve omgeving is de kans op additionele schulden groter waardoor de bank de onderneming zijn toekomstige acties hieromtrent zal willen beperken aan de hand van een negatieve convenant. Tot slot vonden Niskanen en Niskanen (2004) ook een relatie met het onderliggende activa dat als waarborg wordt gegeven. Leningen waarbij er een gebouw als waarborg wordt gegeven bevatten minder vaak een convenant dan leningen met een ander type waarborg zoals handelsvorderingen of voorraden. Dit is zeer aannemelijk aangezien voorraden en handelsvorderingen onzekerder zijn en de bank hier dus extra zal willen controleren wanneer dergelijk actief als waarborg wordt gegeven. Deze resultaten tonen echter wel aan dat convenanten niet als substituuut worden gebruikt maar complementair zijn met waarborgen.

Wel moet er een kanttekening gemaakt worden dat deze resultaten gevonden werden op de Finse financiële markt en dat deze markt sterk verschillend is van bijvoorbeeld deze in de V.S. De Finse kapitaalmarkt is *bank-based* en sterk geconcentreerd met slechts een beperkt aantal banken. Een belangrijk kenmerk van het *bank-based* systeem is dat banken *van nature uit* de prestaties van hun klanten veel sterker monitoren dan in marktgebaseerde systemen zoals in de VS. Op de Finse financiële markt controleren ze ondernemingen door te zetelen in hun raad van bestuur en door mede aandeelhouder te zijn. Deze traditie kan de Finse banken een relatief voordeel geven in vergelijking met bijvoorbeeld de Amerikaanse banken (Niskanen & Niskanen, 2004).

Onderzoek naar convenanten is echter zeer schaars. De grootste reden hiervoor is het feit dat data hierover zeer moeilijk te verkrijgen is. Ook wij beschikken in onze database jammer genoeg niet over de nodige informatie om het effect van convenanten empirisch te onderzoeken.

Hoofdstuk 4: Agency theorie

4.1 Inleiding

In deze eindverhandeling zal de nadruk gelegd worden op de kredietverlening aan familiebedrijven en de voorwaarden hieraan verbonden. Om deze bespreking te onderbouwen wordt er vooral gebruik gemaakt van de agency theorie. Het agency probleem ontstaat wanneer coöpererende partijen verschillende belangen nastreven. Deze theorie handelt over de relatie tussen diegene die het werk delegeert (de principaal) en diegene die het werk moet uitvoeren (de agent) (Eisenhardt 1989). In een onderneming kan men 3 partijen onderscheiden: de verschaffers van het eigen vermogen (aandeelhouders), de verschaffers van het vreemd vermogen (schuldeisers) en de ondernemingsleiding (managers). Het is aannemelijk dat iedere partij zijn eigen doelstellingen heeft en deze ook nastreeft. Zo wensen aandeelhouders volgens de agency theorie een zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde terwijl managers een zo hoog mogelijk loon en bonussen wensen. De schuldeisers daarentegen zijn geïnteresseerd in het tijdig verkrijgen van de intresten en de aflossingen. Het ontstaan van conflicten is dan ook onvermijdelijk. Deze conflicten tussen partijen met tegengestelde belangen, waartussen een expliciet of impliciet contract werd overeengekomen, worden agency conflicten genoemd (Laveren et al., 2004).

Agency conflicten zijn vaak te wijten aan de asymmetrische informatie die er heerst tussen twee partijen en de manier waarop men hiermee omgaat. Zo kan men twee problemen onderscheiden: het *moral hazard* probleem en de *adverse selectie*. *Adverse selectie* houdt in dat de ene partij over meer informatie beschikt dan de andere en deze informatie in zijn voordeel zal gebruiken, maar in het nadeel van de tweede partij met wie ze een overeenkomst zal sluiten (Eisenhardt, 1989). Chrisman et al. (2004) omschrijft dit probleem als een situatie waarin een agent minder geschikt, toegewijd, hardwerkend of ethisch is of wiens interesse minder compatibel is dan de principaal had verwacht. Het moral hazard probleem daarentegen ontstaat wanneer de principaal over onvoldoende informatie beschikt om na te gaan of de agent zijn werk naar behoren uitvoert. De agent heeft hierdoor een incentive om af te wijken van het contract en zich risicovoller te gaan opstellen.

Als er perfecte en kosteloze informatie zou bestaan en wanneer mensen een onbeperkte rationaliteit zouden bezitten, zouden principalen en agenten een compleet contract kunnen opstellen waarin ze elke mogelijke situatie en de nodige reactie in kunnen beschrijven (Chrisman et al., 2004). Op deze manier zullen er weinig tot geen moral hazard problemen zijn want de agent kan geen opportunistisch gedrag ondernemen zonder afgestraft te worden door het opgestelde contract. Echter in realiteit hebben mensen een beperkte rationaliteit.

Ze zijn beperkt in het verwerken van informatie en het omgaan met complexiteit. Daarnaast is het identificeren en nastreven van optimale acties gelimiteerd (Chrisman et al., 2004). In realiteit kunnen er dus enkel incomplete contracten worden opgesteld aangezien informatie imperfect en duur is om te verkrijgen.

Om deze agency problemen te drukken dienen er een aantal kosten gemaakt te worden. De principaal kan opportunistisch gedrag van de agent beperken door geschikte incentives in te bouwen en door monitoring kosten te creëren. Daarnaast kan het in sommige situaties voordeliger zijn voor de agent om zelf middelen (bonding kosten) in te zetten om te garanderen dat hij geen ongewenste activiteiten zal uitvoeren en als hij dit wel zou doen dat de principaal hiervoor vergoed zal worden. Er zullen altijd kosten gemaakt worden, de zero kost bestaat niet, er zal altijd een afwijking zijn tussen het belang van de agent en de belangen die de welvaart van de principaal maximaliseert. Het verlies in welvaart door dit afwijkend gedrag zal ook resulteren in een kost. Deze kost wordt de ' residual loss' genoemd (Jensen & Meckling, 1976).

4.2 De verschillende agency conflicten

Jensen en Meckling (1976) bespreken twee agency conflicten die ontstaan tussen verschillende partijen en de bijbehorende kosten. Zo is er het probleem tussen de manager en de aandeelhouders en het probleem tussen de aandeelhouders en de schuldeisers.

4.2.1 Het conflict tussen manager en aandeelhouders (agency kosten van eigen vermogen)

Het eerste conflict dat we kunnen onderscheiden is het agency probleem verbonden aan het extern eigen vermogen. De agency theorie stelt dat in imperfecte arbeids- en kapitaalmarkten managers hun eigen nutsfunctie zullen willen maximaliseren ook al is dit ten koste van de aandeelhouders. De agenten hebben de mogelijkheid om te handelen in hun eigen belang in plaats van in het belang van het bedrijf omwille van asymmetrische informatie. Dit opportunistisch gedrag kan het onttrekken zijn van middelen uit de organisatie voor eigen gebruik of het vermijden van een optimale risicopositie waarbij risico-averse managers winstgevend kansen laten liggen terwijl de aandeelhouders wensen te investeren.

Een potentieel agency conflict ontstaat wanneer een manager minder dan 100% van het bedrijf in eigendom heeft. Jensen en Meckling (1976) starten hun bespreking door 2 situaties te vergelijken. De manager die 100% van het bedrijf in handen heeft met de

situatie waarin hij enkele aandelen verkoopt. Wanneer hij het bedrijf volledig in handen heeft is er voor hem geen enkel incentive om buitensporig te consumeren aangezien hij hiervoor de volledige kost draagt. Wanneer hij echter een deel van zijn aandelen verkoopt aan buitenstaanders dragen zij ook een deel van de waardevermindering van de aandelen door buitensporige consumptie. Hierdoor is het incentive voor de manager groter om extra te consumeren. Rationele aandeelhouders weten dit en wensen dan ook een lagere prijs te betalen voor de aandelen. Dit welvaartsverlies voor de managereigenaar worden agency kosten van extern eigen vermogen genoemd. Om deze kosten te verminderen kunnen de aandeelhouders controlemechanismen (vb. budgetbeperking) hanteren of kan de manager zelf een aantal bonding kosten aangaan (vb. aanbieden van waarborgen) (Jensen & Meckling, 1976). De splitsing tussen management en eigendom kunnen dus agency kosten met zich meebrengen.

In familiebedrijven hebben we echter een aparte situatie. De manager en de eigenaar zijn vaak dezelfde persoon of ze behoren tot dezelfde familie. Hierdoor kan er geargumenteed worden dat het agency conflict tussen de managers en de eigenaars nihil of onbestaand is in private familiebedrijven. Jensen en Meckling (1976) argumenteren inderdaad dat in een familiebedrijf dit agency probleem geen tot weinig agency kosten met zich meebrengt aangezien de eigenaar en manager tot dezelfde familie behoren en hierdoor ook verondersteld worden dezelfde doelen na te streven. Zij hebben het zelfs over een 'zero agency cost case' wanneer de eigenaar en de manager een en dezelfde persoon zijn. Auteurs Daily en Dollinger (1992) en Kang (2000) argumenteren dat om die reden het familiebedrijf de meest efficiënte vorm is en ook de goedkoopste.

Schulze et al. (2001) stellen dat de agency kosten als gevolg van dit conflict in familiebedrijven lager kunnen zijn dan in andere bedrijven en dit wel om drie redenen. Ten eerste zijn de doelstellingen van het management en de eigenaars nauw met elkaar verweven aangezien ze tot dezelfde familie behoren. Hierdoor zullen managers minder extra voordelen aan zichzelf toekennen en minder middelen verspillen aangezien zij op die manier hun eigendommen verkwisten. Ten derde zullen er minder monitoringkosten zijn omdat er minder supervisie nodig.

Volgens bepaalde auteurs zou dit te wijten zijn aan het altruïsme dat aanwezig is in familiebedrijven. (Jensen & Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Daily & Dollinger, 1992, Schulze et al., 2001). Altruïsme kan volgens Schulze, et al. (2003) vanuit drie perspectieven besproken worden, nl. godsdienst, sociologie en economie. De drie perspectieven stellen elk dat een persoon zich altruïstisch gedraagt als hij handelingen uitvoert ten voordele van anderen. De reden waarom verschilt echter vanuit elk perspectief. Het godsdienstige perspectief stelt dat de mens zich hiertoe moreel verplicht voelt terwijl het sociologische

perspectief meldt dat men zich verplicht voelt vanuit zijn gevoelens, instincten en ideeën. Het economische perspectief vertrekt echter vanuit het nutsdenken (Schulze et al, 2003; Chua en Bergiel, 2009). Zij zien altruïsme als een nutscurve waarbij het welzijn van het individu gelinkt is aan het welzijn van anderen. Zij handelen op een bepaalde manier omdat het voordelig is voor hen en daardoor ook voor anderen. Het is deze economische visie waar wij ons verder op baseren. Altruïsme kan ervoor zorgen dat een ouder zorgt voor zijn kinderen, familieleden aangemoedigd worden om vriendelijk te zijn tegen elkaar en het promoten van familielidmaatschap als iets waardevols en dat het belangrijk is om de familiebanden te stimuleren en te behouden. Het zijn deze familiebanden die een familiebedrijf uniek maken. De communicatie verloopt hierdoor vlotter en beslissingen kunnen sneller en gemakkelijker genomen worden aangezien iedereen elkaar goed kent. Daarnaast verhoogt altruïsme loyaliteit en engagement. We kunnen dan besluiten dat ieder familielid zich eigenaar voelt van het bedrijf en hiernaar ook handelt (Lubatkin et al., 2005).

Een familie is echter geen homogene groep van mensen met congruente interesses. Bovendien zijn niet alle familiebedrijven identiek betreffende hun organisatorische kenmerken en gedrag (Sharma, Chrisman & Chua, 1997). Hierdoor kunnen sommige families net gevoeliger zijn voor agency problemen. Recentelijk is er dan ook een discussie gaande of familiebedrijven lagere of hogere agency kosten genereren dan andere ondernemingen (o.a Schulze et al., 2003; Schulze, Lubatkin, Dino & Buchholtz, 2001). Immers het altruïsme, dat volgens de traditionele auteurs zoals Jensen en Meckling (1976) zorgt voor een consensus tussen de eigenaar(s) en de manager(s), heeft ook een 'donkere kant'. Economisten zien altruïsme als een nutscurve waarbij het welzijn van het individu gelinkt is aan het welzijn van anderen (Schulze et al, 2003; Chua et al, 2009). Wanneer de ouders/eigenaars vrijgevig zijn t.o.v. hun kinderen doen zij dit niet enkel uit liefde maar ook uit egoïsme omdat hun eigen welzijn zou dalen als ze dit niet zouden doen (Schulze et al., 2003). Aangezien altruïsme dus gedeeltelijk gemotiveerd wordt door de behoefte om het eigen welzijn te verhogen kan het agency kosten veroorzaken binnen het bedrijf. Ouders hebben immers een incentive om vrijgevig te zijn t.o.v. hun kinderen ook al zou dit de kinderen aanzetten tot free-riding of het verkwisten van middelen (o.a Chrisman et al 2004; Lubatkin et al 2005). Altruïsme kan dus leiden tot het moral hazard probleem. Dit is te wijten aan het 'Samaritan's dilemma'. Immers door altruïsme hebben ouders de neiging om hun kinderen te verwennen en acties te ondernemen die kinderen kunnen aanzetten tot free-riding en shirking. Daarenboven raakt het beeld dat een ouder heeft van zijn kind vertekend door altruïsme waardoor ze minder gecontroleerd en opgeleid worden. Schulze et al. (2003) bemerkt ook op dat de perceptie van de ouder-CEO vertekend is ten opzichte van de prestaties van familiale agenten waardoor het ook moeilijker is om hen hiervoor te straffen, vooral wanneer zulke straffen ook mogelijke spillover effecten hebben op de private familiale relaties. Het moral hazard probleem zou niet optreden wanneer het altruïsme symmetrisch zou zijn. Dit is echter

uitzonderlijk, ouders zijn nu eenmaal meer altruïstisch ten opzichte van hun kinderen dan omgekeerd.

Daarnaast kan altruïsme ook aanzetten tot adverse selectie op de arbeidsmarkt. Ouders kiezen immers vaker voor hun kinderen of andere familieleden om managementfuncties in te vullen, ook al zouden ze minder bekwaam zijn dan externe kandidaten. (Schulze et al 2003; Chua et al, 2009; Lubatkin et al, 2005). Het feit dat familiebedrijven vaak een voorkeursbehandeling hanteren voor familieleden bij het aannemen van werknemers zorgt ervoor dat zij vaker te kampen hebben met incompetentie en gebreken in de expertise (Hendry, 2002). Dit leidt dan ook vaak tot een verhoogde entrenchement, nl. familiale managers blijven op post ook al zijn ze niet (meer) competent. Ten slotte is het zelf-controle probleem groter bij familiebedrijven dan bij niet-familiebedrijven (Lubatkin et al, 2005). Aangezien er in vele familiebedrijven geen externe raad van bestuur is of externe aandeelhouders waar ze hun beslissingen aan moeten voorleggen, is het voor de eigenaar van een familiebedrijf vrij gemakkelijk om bedrijfsmiddelen te onttrekken. Al deze mogelijkheden suggereren dat familiebedrijven niet immuun zijn voor agency problemen. De onderliggende observaties gaan er vanuit dat het behalen van economische prestaties hun enige doelstelling is. Echter familiale ondernemingen hebben zowel economische als niet-economische doelstellingen. Daarnaast kunnen er ook agency problemen ontstaan omdat de familie meer is dan enkel de ondernemer. Wanneer kinderen volwassen worden en mee in het bedrijf stappen kunnen hun interesses en belangen afwijken van die van de oprichter ondanks het feit dat zij residuele claims bezitten (Schulze, 2001). Nauw aansluitend bij de donkere kant van altruïsme is het begrip nepotisme dat Stewart (2003) omschrijft als het fenomeen waar de familiebanden de economische logica overstijgen. Dit impliceert bijvoorbeeld dat bij het kiezen van een nieuwe manager de familiebanden belangrijker zijn dan de capaciteiten en dat de consumptiebehoeften van de familie superieur zijn aan de economische behoefte van de onderneming. Dit fenomeen is echter nog niet uitvoerig onderzocht (Vinton, 1998).

4.2.2 Het conflict tussen aandeelhouders en schuldeisers (agency kosten van schulden)

Als tweede agency conflict onderscheiden Jensen en Meckling (1976) het conflict tussen de aandeelhouders en de schuldeisers. Dit conflict ontstaat wanneer de managers in naam van de aandeelhouders na het verkrijgen van een banklening risicovollere projecten wensen af te sluiten dan die ze in eerste instantie hadden voorgelegd inclusief projecten met een negatieve netto contante waarde. Immers deze risicovollere projecten genereren een hogere pay-off waardoor ze, als ze slagen, de onderneming met hogere winsten beloont. De

kans op slagen daarentegen is wel lager dan bij de andere 'veiligere' projecten. Dit is echter ten nadele van de kredietverlener en niet ten nadele van de onderneming. Het zijn immers de kredietverleners die het falingsrisico dragen terwijl de aandeelhouders de residuele claims en de beperkte aansprakelijkheid hebben in geval van falings.

Jensen en Meckling (1976) starten hun bespreking met een eenvoudig voorbeeld. Stel dat er een managereigenaar is die voorlopig geen externe schulden heeft. Hij krijgt de kans om één project te kiezen uit twee uitsluitende projecten. Deze projecten verschillen enkel op vlak van de variantie. Het ene project is dus risicovoller dan het andere. Wanneer hij geen vreemd vermogen heeft zal hij het project kiezen met het minste risico. Wanneer hij echter eerst een lening aangaat zal hij beloven om het project aan te gaan met het minste risico maar zal hij het risicovollere project uitvoeren aangezien het falingsrisico gedragen wordt door de kredietverlener. Hierdoor transfereert hij welvaart van de (naïeve) schuldeiser naar zichzelf. Het verkrijgen van een banklening beïnvloedt dus het gedrag van de onderneming. Deze welvaartstransfer is de eerste agency kost van schulden die Jensen en Meckling (1976) onderscheiden.

De tweede categorie vermeld door Jensen & Meckling (1976) is die van de monitoring- en bonding kosten. Zo zou de kredietverlener kunnen kiezen om een covenant in het contract te voegen om op de manier een beperking te leggen op het gedrag van de ondernemer (Smith en Warner, 1979). Dit zijn contractuele bepalingen die door het vereisen van specifieke financiële ratio's en beperkingen inzake bepaalde activiteiten het gedrag van het bedrijf limiteren. Ze geven de bank meer controle over haar cliënt en voorkomt hierbij dat de onderneming aan risk shifting zal doen en zich dus ex-post in projecten stort met een hoger risico (Jensen & Meckling, 1976; Bagnoli, 2008). Daarenboven dwingen ze de onderneming om vooraf toestemming te vragen aan de bank voor het wijzigen van bepaalde activiteiten of het overschrijden van grenzen van de financiële ratio's. Om echter de bank volledig te kunnen beschermen tegen dit 'risk-shifting' gedrag moeten de contracten zeer gedetailleerd zijn en bijna alle situaties dekken. In de praktijk is dit echter niet mogelijk. Bovendien brengt dit een aantal kosten met zich mee waaronder de kosten die gepaard gaan met het opstellen en het doen naleven van dergelijke contracten. De kosten geassocieerd met convenanten vallen onder de monitoringskosten. Daarenboven beperkt het de flexibiliteit van de onderneming en kan dit tot gevolg hebben dat de winstgevendheid van het bedrijf daalt (Brau, 2002). Het bedrijf kan immers gedwongen worden een aantal suboptimale beslissingen te nemen omwille van de beperkingen opgelegd door de convenanten.

Het is dus in het belang van de manager om te zien dat deze monitoring kan gebeuren aan zo'n laag mogelijke prijs. Om die reden zal de manager soms zelf het initiatief nemen om het agency conflict te beheersen. Kosten die hiermee gepaard gaan worden bondingkosten

genoemd en bestaan voornamelijk uit waarborgen. Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen zakelijke en persoonlijke waarborgen. Hoewel er in de literatuur vaak geen onderscheid wordt gemaakt tussen deze twee vormen is hun signaleringseffect in het beheersen van het agency probleem van schulden verschillend (Steijvers & Voordeckers, 2009a). Persoonlijke waarborgen hebben immers een sterker disciplinerend effect (Mann, 1997). De reden hiervoor is terug te vinden in het feit dat persoonlijke waarborgen toegekend worden door de eigenaar en hiermee geen deel uitmaken van de activa van de onderneming. Aangezien de eigenaar hierdoor de kans loopt om zijn privé-bezit te verliezen zal dit zijn gedrag sterker limiteren dan in het geval van zakelijke waarborgen. Voor een uitgebreidere bespreking van waarborgen verwijzen we naar hoofdstuk 3.

Volgens de agency theorie zijn zowel de monitoring als de bonding belangrijke maatregelen om het agency probleem tussen de bankier en het bedrijf aan te pakken. Uit onderzoek blijkt echter dat het 'goedkopere' bonding, in de vorm van waarborgen meer gebruikt wordt bij KMO's dan het 'duurdere' monitoring (Harris & Raviv, 1991, Steijvers & Voordeckers, 2009b).

Ten slotte spreken Jensen en Meckling (1976) nog over een derde agency kost van schulden nl. faillissements- en reorganisatiekosten. Wanneer een bedrijf immers zijn leningen niet meer kan afbetalen kan het bedrijf failliet gaan. Hierbij gaat een lang proces gepaard dat heel wat kosten met zich meebrengt. Om dit te kunnen betalen zal er vaak activa verkocht worden wat uiteraard impliceert dat er minder middelen overblijven waar de bank beroep op kan doen. Hierdoor zal de kredietverlener in geval van faillissement zijn pay-off zien verminderen. Een mogelijke oplossing is ook hier weer het eisen van waarborgen. De financiële instelling kan dan immers zijn geld steeds terugkrijgen door de verkoop van het actief. Jensen en Meckling (1976) stellen echter dat de categorie faillissements- en reorganisatiekosten slechts een klein deel innemen van de totale agency kosten van schulden.

Deze agency kosten van schulden worden echter niet gedragen door de financiële instelling. Immers zolang de bank zich ervan bewust is dat deze kosten bestaan en hij ze significant acht zal hij proberen deze agency kosten over te hevelen naar de onderneming. Dit doet hij door ze te reflecteren in de 'prijs' van de lening. Uit onderzoek blijkt dat de agency kosten van schulden vooral op 2 manieren weerspiegeld worden in de 'prijs' van een private lening. Enerzijds expliciet door een aanpassing van de interestvoet en anderzijds impliciet door waarborgverlening (Brau, 2002; Anderson et al., 2003; Wu et al., 2007; Steijvers & Voordeckers, 2009a).

In de context van familiebedrijven werden de agency kosten van schulden nog niet uitvoerig onderzocht. Echter aangezien recente studies (o.a. Chrisman et al, 2004; Lubatkin et al, 2005; Schulze et al, 2003; Steijvers en Voordeckers, 2009a) geloven dat familiebedrijven wel degelijk aandeelhouder-manager agency kosten genereren zou dit ook een effect kunnen hebben op het aandeelhouder-schuldeiser agency probleem. Immers als familiebedrijven agency kosten generen omwille van het conflict tussen eigenaar en manager kan dit een impact hebben op de relatie die het bedrijf heeft met zijn bank. Het afsluiten van een lening gebeurt niet over een nacht ijs. De kredietverleners willen zekerheid verkrijgen dat het bedrijf de lening wel degelijk kan terugbetalen. Om de asymmetrische informatie tussen de twee partijen te verminderen zullen de banken zorgvuldig informatie verzamelen. We kunnen hen dan ook beschouwen als goed geïnformeerde investeerders (Braun, 2002). Als zij na de verzameling van informatie het aandeelhouder-manager probleem significant achten zal dit weerspiegeld worden in de 'prijs' van de lening. De agency theorie suggereert immers dat de agency kosten gedragen zullen worden door de agent.

De impact dat familiaal eigendom of machtige posities die ingenomen worden door familiale managers heeft op het aandeelhouder-schuldeiser conflict blijft echter een vraagteken. Het effect kan positief zijn aangezien de eigenaars een lange termijn visie hebben. Zij beheren hun onderneming met het oog op het doorgeven aan de volgende generatie. Hierdoor kan er een vertrouwensband ontstaan tussen de onderneming en de kredietverlener (Steijvers & Voordeckers, 2009a). Daartegenover staat het mogelijke negatieve effect dat familiale ondernemingen kunnen hebben op dit agency probleem. Ze zijn immers gevoeliger voor het zelf-controle probleem en kennen een negatief effect van altruïsme zoals we in de vorige paragraaf hebben besproken. Daarnaast stellen Anderson en Reeb (2003) dat familiebedrijven vaak hogere dividenden uitkeren en een hoge remuneratie kennen. De kans op adverse selectie en risk-shifting die gepaard gaan met het aanwezige manager-shareholder probleem kan een negatieve impact hebben op een aantal financiële indicatoren gebruikt door de bank zoals de terugbetalingcapaciteit en het gebruik van een verhoogde intrestvoet of waarborgverlening (Voordeckers en Steijvers, 2006). De literatuur is het er echter niet over eens wat het uiteindelijke effect is. Als de financiële instituties de agency kosten van schulden hoog genoeg achten zal dit weerspiegeld worden in de 'prijs' van de lening. Men kan dit doen door of de expliciete prijs (de intrestvoet) of de impliciete prijs (waarborgen) te verhogen.

Steijvers en Voordeckers (2009a) stellen echter dat wanneer men leent aan kleine private familiebedrijven men eerder zal opteren voor het gebruik van waarborgverlening in plaats van het verhogen van de intrestvoet. De intrestvoet verhogen kan namelijk zelf resulteren in een agency kost omwille van de asymmetrische informatie. De intrestvoet kan immers de keuze van projecten die het bedrijf aangaat beïnvloeden. Wanneer men immers leent aan

een hoge intrestvoet zal de onderneming een project met een hoge risicograad verkiezen aangezien deze gepaard gaat met een hogere verwachte return. Naast dit moral hazard effect kan een (te) hoge intrestvoet ook aanleiding geven tot adverse selectie. Het zal immers risico averse ondernemers afstoten en risicovolle ondernemers aantrekken (Steijvers en Voordeckers, 2009a). In theorie zullen banken dus opteren om meer gebruik te maken van waarborgverlening in de plaats van een hogere intrestvoet te vragen dan diegene die de gemiddelde risicograad dekt.

De literatuur in verband met de agency kosten van schulden in de context van familieondernemingen is niet enkel gering, ze spreekt elkaar ook tegen (Brau, 2002; Anderson et al. 2003; Voordeckers and Steijvers, 2006; Wu et al., 2007; Steijvers et al., 2007, Steijvers en Voordeckers, 2009a). Zo vonden Voordeckers en Steijvers (2006), Steijvers et al. (2008) en Steijvers en Voordeckers (2009a) dat private familieondernemingen inderdaad hogere agency kosten van schulden genereren. Specifieker vinden zij dat private familiebedrijven meer geconfronteerd worden met agency kosten gereflecteerd in het aanbieden van persoonlijke waarborgen. Persoonlijke waarborgen blijken een effectief middel te zijn tegen de zelfcontrole problemen, free-riding en ex post risk shifting waar familiebedrijven mee te kampen hebben. Zij concluderen dus dat banken voorzichtiger omgaan met kredietverlening aan familiebedrijven omwille van de negatieve effecten dat altruïsme kan hebben op het 'manager-aandeelhouder' agency probleem. De familiale eigendomstructuur heeft daarentegen geen significant effect volgens Steijvers en Voordeckers (2009a). Anderson et al. (2003) vinden echter andere resultaten. Zij besluiten dat familiebedrijven net lagere agency kosten van schulden hebben. Deze resultaten zijn consistent met het idee dat familieondernemingen met hun lange termijn visie en structuren zorgen voor minder conflicten tussen de aandeelhouders en de kredietverleners. Hun doestelling is immers het bedrijf doorgeven aan verdere generaties en hierdoor streven ze vooral maximalisatie van de ondernemingswaarde na (Brau, 2002; Anderson et al., 2003). Kredietverleners zien familiaal eigendom dus als een structuur die hun belangen beter kan nastreven dan andere structuren (Anderson et al. ,2003).

Ook Brau (2002) onderzocht of banken hun prijspremies aanpassen in functie van het eigenaar-manager agency probleem. Hij vond dat banken geen prijspremies vroeger omwille van aanwezige eigenaar-manger agency kosten in de kredietverlening aan KMO's waaronder familiebedrijven. Factoren die de intrestvoet en waarborgverlening wel beïnvloedden, waren de grootte en de leeftijd van het bedrijf, de lengte van de relatie die de onderneming had opgebouwd met de financiële instelling en het aantal banken waarmee men onderhandelde.

Deze tegensprekende resultaten kunnen te wijten zijn aan verschillen in onderzoeksopzet volgens Steijvers en Voordeckers (2009a). Bij het bestuderen van kredietverlening is het immers belangrijk om zowel de intrestpremies als de waarborgpremies te onderzoeken, hetgeen Anderson et al. (2003), Voordeckers en Steijvers (2006) en Steijvers et al. (2008) faalden te doen. Daarenboven toonde Steijvers en Voordeckers (2009a) aan dat de intrestvoet en zakelijke waarborgen substituten zijn, m.a.w. bedrijven kunnen zakelijke waarborgen verlenen om op die manier een lagere intrestvoet te verkrijgen. Het gelijktijdig bekijken van intrestpremies en waarborgpremies en hun onderlinge relaties is dus voornamelijk, hetgeen werd genegeerd door Brau (2002) en Wu et al. (2007).

Hoofdstuk 5: Type CEO

CEO's zijn belangrijke spelers in een organisatie. Zij staan aan de top van het bedrijf en geven de onderneming richting en bepalen grotendeels de strategie. Zij maken immers strategische beslissingen die de prestaties van het bedrijf beïnvloeden (Wasserman, 2003). Het is vaak de kwaliteit en de prestaties van de top die de belangrijkste determinanten zijn voor het succes en de continuïteit van het bedrijf (Wasserman, 2003). Het is dan ook aannemelijk dat een bank rekening zal houden met het type CEO dat leiding geeft aan het familiebedrijf bij het toekennen van een lening en het bepalen van de kredietvoorwaarden. Banken zijn geïnteresseerd in de terugbetalingcapaciteit en hiervoor moet het bedrijf natuurlijk cash flows genereren en succesvol zijn.

In familiebedrijven kunnen we drie types van CEO onderscheiden, de oprichter van de familieonderneming, de familiale opvolger en de externe professionele manager.

5.1 De oprichter

De oprichter is vaak het hoofd van de familie en beschikt over een aantal unieke waardetoevoegende kwaliteiten en inzichten. Hij beschikt ten eerste over een lange termijn visie. Dit impliceert dat hij het bedrijf bestuurt met het oog op het later door te geven aan de volgende generatie. Zo stelt Casson (1999) dat oprichters hun bedrijf zien als een actief dat ze willen nalaten aan hun kinderen of andere familieleden. Dit in tegenstelling tot andere ondernemingen die het bedrijf vaak zien als welvaart waarvan ze tijdens hun leven van kunnen consumeren. De doelstellingen van het familiebedrijf liggen echter in het 'going concern' karakter en niet in de consumptie van welvaart. Om die reden concludeerde James (1999) dan ook dat familiebedrijven efficiënter investeren dan andere bedrijven. Aangezien ze zo sterk gericht zijn op de lange termijn impliceert dit dat het belangenconflict tussen hen en de bank relatief kleiner is dan bij andere bedrijven (Anderson et al., 2003). Dit is te wijten aan het feit dat familiebedrijven en vooral de oprichters sterk gefocust zijn op het maximaliseren van de ondernemingswaarde en niet de aandeelhouderswaarde. Daarenboven zijn ze erg begaan met de reputatie van het bedrijf én van de familie. Hun sterke lange termijn visie impliceert daarenboven dat ze gedurende lange tijd zaken doen met dezelfde externe partijen zoals bankiers en leveranciers. Op die manier bouwen ze een vertrouwensrelatie op die zeer persoonlijk is. Deze wordt verwacht zich door te zetten naar de volgende generaties. Als gevolg hiervan moet het familiebedrijf zijn reputatie op peil houden aangezien de relaties die zij opbouwen en de indruk die ze nalaten veel langer stand zullen houden dan bij andere bedrijven waar het verloop van managers en CEO's veel hoger ligt (Anderson et al, 2003).

Daarnaast streven familiebedrijven vaak twee soorten doelstellingen na, enerzijds de financiële doelstellingen, anderzijds de niet-financiële of familiale doelstellingen. Onder deze laatste kan men o.a. verstaan het behouden van de harmonie in de familie en de tewerkstelling van familieleden. Het nastreven van deze familiale doelstellingen wordt in de literatuur ook wel 'socioemotional wealth' genoemd (Gomez-Meija et al., 2007). Socioemotional wealth kan in een variëteit aan vormen voorkomen in familiebedrijven. Zo kan het wijzen op het verwezenlijken van de familiale waarden via het familiebedrijf, het behouden van de familiedynastie, het behoud van de familiale controle en ook de mogelijkheid om altruïstisch te zijn tegenover familieleden. Socioemotional wealth kan impliceren dat familiebedrijven niet zo risico-avers zijn als de meeste studies aantonen. La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999) net zo als heel wat andere studies argumenteren dat familiebedrijven eerder risico-avers zullen handelen aangezien ze weinig gediversifieerd zijn. De welvaart van de familie is immers geconcentreerd in één organisatie, waardoor familiebedrijven vaak risico's mijden omdat de mogelijke negatieve gevolgen de voordelen van het mogelijke succes overstijgen. Deze risico-aversiteit zou nadelig kunnen zijn voor de groei van het bedrijf, maar het zou ook kunnen impliceren dat het conflict tussen de bankier en de aandeelhouders minder is bij familiale managers aangezien zij volgens deze studies niet zo snel riskshifting gedrag zullen vertonen

De risico-aversiteit van familiebedrijven wordt echter genuanceerd door Gomez-Meija et al. (2007) die stelt dat omwille van de socioemotional wealth familiebedrijven gelijktijdig risiconemers als risico-avers kunnen zijn. Zij stellen dat om hun socioemotional wealth te kunnen beschermen, familiebedrijven wel risico's zullen nemen. Dit zou kunnen impliceren dat om de familiale controle te kunnen behouden (hetgeen gezien kan worden als een onderdeel van socioemotional wealth) men een familiale opvolger als CEO zou aanduiden, ook al brengt dit een risico op lagere prestaties mee. Deze beschermende houding t.o.v. de socioemotional wealth is het grootst bij die familiebedrijven die door de oprichter gemanaged worden (Gomez-Meija et al., 2007).

Een familiebedrijf wordt daarenboven vaak gekenmerkt door altruïsme. Dit altruïstisch gedrag kan gezien worden als een onderdeel van de socioemotional wealth. Altruïsme kan het engagement en de loyaliteit bevorderen maar kent echter ook een donkere kant. Economisten zien altruïsme als een nutscurve waarbij het welzijn van het individu gelinkt is aan het welzijn van anderen (Schulze et al, 2003; Chua et al, 2009). Wanneer de ouders/eigenaars vrijgevig zijn t.o.v. hun kinderen doen zij dit niet enkel uit liefde maar ook uit egoïsme omdat hun eigen welzijn zou dalen als ze dit niet zouden doen (Schulze et al., 2003). Aangezien altruïsme dus gedeeltelijk gemotiveerd wordt door de behoefte om het eigen welzijn te verhogen kan het agency kosten veroorzaken binnen het bedrijf. Ouders hebben immers een incentive om vrijgevig te zijn t.o.v. hun kinderen ook al zou dit de

kinderen aanzetten tot free-riding of het verkwisten van middelen. (o.a Chrisman et al 2004; Lubatkin et al 2005).

Wanneer de oprichter de taak van CEO op zich neemt, heeft hij bovendien zo goed als het absolute beslissingsrecht. Het is dus gemakkelijker voor hem om snel te reageren op kansen die zich voordoen in de snel veranderende omgeving. Voor een andere CEO zoals de familiale opvolger is het moeilijker om snel te reageren op opportuniteiten aangezien hij niet het absolute beslissingsrecht heeft. Hij heeft dus minder autoriteit en macht dan zijn vader aangezien hij niet de oprichter en niet het familiehoofd is (Schulze et al., 2003). Het is dan ook ontzettend moeilijk voor de opvolger om dezelfde hoeveelheid respect, reputatie en legitimiteit te verkrijgen als de oprichter. De oprichter heeft zijn capaciteiten immers al aangetoond door de oprichting van het bedrijf. Een familiale opvolger daarentegen moet zijn capaciteiten nog bewijzen. De opvolging van zoon op vader wordt vaak al vroeg ingeleid waardoor het vrij onmogelijk is dat zij dezelfde ervaring en reputatie kunnen opbouwen als andere niet familiale managers (Huybrechts et al., 2008). Daarnaast worden de oprichters vaak als ondernemend aanzien omdat zij diegene zijn die het bedrijf hebben opgericht (Gedajlovic et al., 2004). Een goede ondernemer is echter niet altijd een goede manager (Smith en Smith, 2000).

5.2 De familiale opvolger

De familiale opvolger kan na een bepaalde tijd de plaats van de CEO overnemen. De opvolging in het familiebedrijf is voor de oprichter vaak een moeilijke beslissing. Deze beslissing wordt dan ook vaak uitgesteld tot het laatste moment waardoor niet steeds de beste oplossing gekozen wordt. Hierdoor is het vaak de oudste zoon die in de voetsporen treedt van zijn vader. Daarnaast aanvaarden de opvolgers de positie vaak omdat ze zich verplicht voelen ten opzichte van de familie en ten opzichte van de vader/oprichter (Birley, 1986). De statistieken spreken dan ook niet in het voordeel van de familiale opvolger. Immers slechts 30% van de Amerikaanse familiebedrijven halen de tweede generatie en minder dan 15% haalt de derde generatie. Deze cijfers zijn soms te wijten aan het gebrek aan levensvatbaarheid van het bedrijf maar vaker aan de conflicterende wensen en attitudes van elke generatie. De oprichter kan de onderneming vaak niet loslaten waardoor hij zijn opvolger niet de vrijheid laat om zichzelf te ontplooien in het bedrijf en zijn eigen weg en methodes te zoeken (Birley, 1986).

Aangezien familiebedrijven gekenmerkt worden door altruïsme zouden we echter kunnen verwachten dat ook de familiale opvolger zal handelen in het belang van het bedrijf. Altruïsme zorgt er immers voor dat elk familielid zich de facto eigenaar voelt van het bedrijf

en zich ook zo zal gedragen. Ook Davis, Schoorman en Donaldson (1997) concluderen dat familieleden zich eerder gedragen als steward, personen die zich sterk identificeren met het bedrijf en de prestaties zien als een extensie van hun eigen welzijn. Altruïsme heeft zoals eerder vermeld ook een 'donkere' kant. De agency problemen die ontstaan omwille van altruïsme in combinatie met zelfcontrole problemen worden versterkt in een familiebedrijf bestuurd door een opvolger-familiale CEO (Schulze et al., 2003). Zo zal het moral hazard probleem versterkt worden aangezien de ouders, die vaak grote aandeelhouders zijn, zeer genereus zullen zijn ten opzichte van hun kinderen wat de familiale opvolger kan aanzetten tot free-riding (Schulze et al., 2003). Daarnaast zal het hold-up probleem ook groter zijn aangezien de opvolger-familiale CEO de belangen van zijn gezin vooropstellen. Dit maakt het voor de andere aandeelhouders moeilijker om de CEO te vertrouwen (Schulze et al., 2003; Lubatkin et al., 2005). Ten slotte kan altruïsme ook aanzetten tot adverse selectie op de arbeidsmarkt. Ouders kiezen immers voor hun kinderen of andere familieleden om managementfuncties in te vullen, ook al zouden ze minder bekwaam zijn dan externe kandidaten. (Schulze et al 2003; Chua et al, 2009; Lubatkin et al, 2005). Dit zou impliceren dat de opvolgers gekozen worden als CEO omwille van hun familiebanden en niet omwille van hun capaciteiten. Dit komt overeen met het feit dat familiebedrijven hun socioemotional wealth willen beschermen ook al brengt dit het risico mee dat zij lager zullen presteren dan als men een externe CEO met betere capaciteiten had aangeduid.

Familiebanden zullen ook primeren bij de beslissing tot promotie wat de andere niet familiale werknemers zal ontmoedigen met verminderde prestaties tot gevolg. Het is dan ook sterk aannemelijk dat de familiale opvolger niet dezelfde managementkwaliteiten heeft als de oprichter of als de externe professional (Bennesen et al., 2007 and Morck et al., 2000). Bennesen et al. (2007) toont dit in zijn onderzoek aan door te concluderen dat het opleidings- en ervaringsniveau van familiale opvolgers lager ligt dan die van niet-familiale opvolgers. Zij hebben minder vaak een universitair diploma en gaan minder lang naar school. Dit kan gekoppeld worden aan de resultaten van Bloom en Van Reenen (2007) die vonden dat de opvolging door de oudste zoon leidt tot slecht management. Deze slechtere prestaties kunnen vaak toe te wijzen zijn aan het feit dat het familielid (vaak de zoon of de dochter) al op zeer jonge leeftijd klaargestoomd wordt om in het bedrijf te stappen. Hierdoor hebben zij eigenlijk al vrij vroeg een bepaalde werkzekerheid waardoor ze ook minder zullen gaan presteren op school en minder vaak hogere studies aanvatten (Block, 2011). Daarenboven hebben ze vaak ook minder ervaring kunnen opdoen buiten het familiebedrijf.

Bovendien heeft een opvolger-familiale CEO, naast de gekende agency conflicten zoals altruïsme en adverse selectie op de arbeidsmarkt ook nog intra familiale conflicten (Steijvers et al., 2007). Elke broer of zus zal immers het belang van zijn eigen gezin steeds vooropstellen waardoor het moeilijker is om de doelstellingen op één lijn te krijgen. Volgens

Fama & Jensen (1983) reduceert dit fractioneel eigenaarschap de motivatie van de familiale opvolgers. Daarenboven verhoogt dit het opportunistisch gedrag vermits zij bij dergelijk gedrag slechts een deel van de kosten dragen. Wanneer een opvolger CEO wordt is er een grotere waarschijnlijkheid dat het aandeelhouderschap meer verspreid is in vergelijking met een bedrijf met één controlerende eigenaar. Wanneer we daarenboven in een situatie zitten waarin er meerdere broers en zussen zijn met elk een evenredig aandeel in het familiebedrijf wil dit zeggen dat één van de broers of zussen het optimaal inzetten van de middelen door de anderen kan tegenhouden (Schulze et al., 2003). Ook wanneer de opvolger enig kind is kunnen er nog onenigheden bestaan met andere familieleden of met andere, meestal oudere, generaties. Hierdoor zal de opvolger-familiale CEO hoogstwaarschijnlijk niet de macht hebben om zijn beslissingen door te drukken wat er voor kan zorgen dat hij suboptimale beslissingen zal moeten nemen (Schulze et al., 2003). Ook Bennedsen et al. (2007) vonden gelijkaardige resultaten.

Bovenstaande bevindingen worden ook weerspiegeld in het onderzoek dat reeds gedaan werd naar het effect van het type CEO op de prestaties van familiebedrijven. Familiebedrijven waar de oprichter als CEO fungeert, presteren beter dan wanneer de familiale opvolger CEO is (Morck et al.,1988; Mishra & McCounaughy, 1999 ; Gomez-Mejia et al., 2001; Anderson et al., 2003b). Villalonga en Amit (2006) vonden een gelijkaardige conclusie. Zij vonden een hoger waarde in twee situaties. Enerzijds is er de situatie waarin de oprichter als CEO fungeerde, anderzijds is er de situatie de oprichter de voorzitter is van de Raad van Bestuur en een externe de plaats van de CEO inneemt (Villalonga en Amit, 2006). Beide situaties leidden tot hogere prestaties. Opvolger-familiale CEO's creëren volgens hen geen waarde maar vernietigen waarde. Men concludeert dat het waardevernietigend effect volledig toe te wijzen is aan de tweede generatie familiebedrijven. Wanneer men evolueert naar de derde generatie familiebedrijven onderscheidt men weer een waardecreërend effect.

Deze bevindingen bevestigen dat de oprichter van het familiebedrijf een aantal unieke capaciteiten bezit. Hij is immers diegene die het bedrijf heeft opgestart wat impliceert dat hij een aantal belangrijke ondernemingskenmerken heeft die gewichtig geacht worden door de financiële instellingen. De familiale opvolger daarentegen heeft de geschikte capaciteiten niet aangezien hij eerder aangesteld werd omwille van zijn familiebanden dan omwille van zijn kennis. Wanneer financiële instellingen verwachten en denken dat de prestaties onder de opvolger-familiale CEO lager zullen liggen dan zullen de agency kosten van schulden hoger liggen. Anderson et al. (2003) onderzocht reeds de impact van het type CEO op de agency kosten van schulden bij publieke familiebedrijven en hij vond inderdaad dat de opvolger-familiale CEO de agency kosten van schulden doen stijgen terwijl de oprichter-CEO geen significante invloed had op de agency kosten van schulden. Aangezien de studies elkaar

lijken tegen te spreken kan het aannemelijk zijn dat in bepaalde situaties een familiale opvolger wel waarde kan creëren en een positieve invloed achterlaat op het familiebedrijf, terwijl in andere situatie een opvolger-familiale CEO een nadeel kan opleveren. Zo vond Huybrechts et al. (2008) dat een opvolger-familiale CEO goed presteert wanneer er een sterke en actieve raad van bestuur wordt opgesteld en dat dit leidt naar meer innovatie en ondernemend gedrag.

5.3 De externe CEO

Ten slotte heeft het familiebedrijf de keuze om een externe manager aan te nemen. Het is mogelijk dat een professionele afhankelijke CEO ervaring en competenties heeft die zowel de familiale opvolger als de oprichter niet heeft (Barontini & Caprio, 2006). Hij kan nieuwe ideeën aanhalen om zo het bedrijf (terug) competitief en innovatief te maken. Indien men zich echter beperkt tot een kleine groep van familieleden die vaak niet zo capabel zijn loop je deze voordelen mis en kan de instroom van goede ideeën minder zijn. Daarenboven bevatten familiebedrijven vaak impulsieve en emotionele kenmerken waar de professionele manager dan een tegengewicht kan in vormen om zo de spanningen te temperen. Familiale managers nemen vaak beslissingen op basis van hun emoties en intuïtie. Externe CEO daarentegen zal eerder rationeel handelen (Block, 2011).

De externe manager moet volgens Mitchell, Morse en Sharma (2003) over een aantal kwaliteiten beschikken om succesvol te zijn. Hij moet ten eerste oog hebben voor de wisselwerking tussen de familie en het bedrijf. Hij dient zowel met de noden van het bedrijf als met de verwachtingen en de waarden van de familie rekening te houden. Aangezien er een wisselwerking is tussen de familie en het bedrijf in familieondernemingen moeten professionele managers ook heel goed kunnen omgaan met emoties en mensen. Ten slotte is het ook belangrijk dat de externe manager geen partij kiest ingeval van conflicten tussen de familieleden. Het aanstellen van een familiale CEO kan echter ook een aantal voordelen met zich meebrengen. Op die manier kan men immers zijn eigen belangen beter afstemmen op die van het bedrijf en heeft men op die manier een grotere controle. Daarnaast zouden familiale CEO's beter moeten presteren aangezien ze ondernemingsspecifieke informatie hebben die externe CEO's moeilijk kunnen verkrijgen en de belangrijkste stakeholders hebben vaak meer vertrouwen in hen (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Daarentegen zou het mogelijk kunnen zijn dat familiale CEO's minder goed presteren omwille van de mogelijke conflicten tussen de familiale en financiële doelstellingen. In het familiebedrijf zijn er immers niet enkel economische doelstellingen maar ook andere niet-financiële doelstellingen. Er moet ook rekening gehouden worden met de familiale banden. Een professionele CEO kan hier misschien moeite mee hebben aangezien het familiaal ondernemend denken kan verschillen van het gewoon rationeel denken. Zoals hierboven al

gesteld worden de agency problemen die al aanwezig zijn in het familiebedrijf versterkt wanneer de familiale opvolger de positie van CEO overneemt. Wanneer men echter een professionele CEO aanneemt kamp je ook met het traditionele agency probleem tussen aandeelhouders (familie) en de manager (externe CEO).

Men kan de positie van de CEO in het familiebedrijf echter ook bekijken vanuit andere theoretische aspecten met name vanuit de stewardship theorie en het nauw verwante psychological ownership. Er zijn heel wat artikels in het onderzoeksdomein van familiebedrijven die uitgaan van deze theorie en veronderstellen dat managers (familie of niet) zich zullen gedragen als steward (o.a.: Eddleston en Kellerman, 2006; Westhead en Howorth, 2007; Davis et al., 2010). De stewardship theorie gaat ervan uit dat managers hun werk goed willen doen, ze willen verantwoordelijkheid en autoriteit hebben, ze willen de erkenning krijgen en ze willen de doelstellingen van de organisatie bereiken. Ze zijn met andere woorden intrinsiek gemotiveerd en handelen in het belang van het bedrijf in plaats van extrinsiek gemotiveerd zoals de agency theorie stelt. Aangezien de managers handelen in het belang van het bedrijf en niet in hun eigen belang zijn ook de agency kosten en de daarmee gepaarde controlemechanismen niet nodig (Westhead en Howorth, 2006; Davis et al., 2010). Een belangrijk onderdeel in de stewardship theorie bij familiebedrijven is de aanwezigheid van altruïsme. In tegenstelling tot de agency theorie legt de stewardship theorie de nadruk op de positieve kant. Men ziet altruïsme als een actief, het moedigt de werknemers aan om te handelen in het collectief belang van het bedrijf, het promoot de familieband door het ontwikkelen van loyaliteit, interdependentie en toewijding ten opzichte van de lange termijn welvaart van het familiebedrijf (Eddleston en Kellermans, 2007).

Stewardship relaties in familiebedrijven kunnen dan ook leiden tot hogere prestaties omdat het de familieleden doet focussen op het welzijn en het succes van het bedrijf. In familiebedrijven vindt men een hoger niveau van zelfopoffering, sociale sensitiviteit, werknemers loyaliteit, continuïteit en doelgerichtheid. Davis et al. (2010) onderzocht of familieleden en niet-familieleden andere percepties hebben ten opzichte van stewardship. Hoy en Verser (1994) argumenteerde immers dat familieleden in een familiebedrijf sterker beïnvloed worden door de unieke set van familiale waarden dan niet familiale werknemers. Dit is te wijten aan het feit dat niet-familieleden enkel gelinkt zijn aan het bedrijf. Zij kunnen wel de familiale waarden appreciëren en deze zelfs delen in het familiebedrijf maar zij zullen niet diezelfde toewijding voelen als familieleden. Davis et al. (2010) vonden dan ook een significant verschil in de houding ten opzichte van stewardship tussen familiale werknemers en anderen. Hoewel het verschil significant is, was het zeer miniem wat impliceert dat niet-familiale werknemers zich ook als stewards gedragen maar niet in diezelfde mate als familiale managers. Ook Vallejo (2009) vond in zijn onderzoek dat de identificatie die niet-familiale werknemers hebben met het familiebedrijf en hun toewijding een positieve en

significante impact hebben op de winstgevendheid en de continuïteit van het bedrijf. Dit is in overeenstemming met de stewardship theorie die vooropstelt dat het gedrag van de steward collectief is en dat hij zal handelen om de doelstellingen van het bedrijf te halen, waaronder groei in verkopen en winst, innovatie, reputatie en internationale expansie (Corbetta en Salvato, 2004).

Eddleston and Kellermans (2007) stellen dat de stewardship theorie een verhoogd engagement aanmoedigt en een gevoel van 'psychological ownership' creëert. Psychological ownership stelt dat een werknemer voelt dat het bedrijf of een gedeelte van het bedrijf van hem is. Dit impliceert niet dat hij ook de legale eigenaar is of moet zijn. Zo kunnen het dus ook niet-eigenaars zijn die een psychologisch eigenaarschap kunnen voelen (Ikävalko et al., 2008). De eigenaar-manager van het familiebedrijf is uiteraard de legale eigenaar maar kan een zeer sterk psychologisch eigenaarschap voelen. Dit is echter niet vanzelfsprekend. Formeel of legaal eigenaarschap geeft immers niet automatisch ook een gevoel van eigenaarschap. Het gevoel van eigendom (dit is van mij!) ontstaat enkel wanneer een individu of groep ook psychologisch eigenaarschap ervaart. Iedere werknemer kan psychologisch eigenaarschap ontwikkelen, maar vooral bij managers komt het fenomeen voor. Immers psychologisch eigenaarschap vereist hoog engagement in en een sterke interactie met het familiebedrijf (Pierce et al., 2001). We kunnen psychological ownership met andere woorden terugvinden bij zowel de oprichter, de familiale opvolger als de externe CEO.

De literatuur is het er niet over eens welke CEO (externe of familiale) nu beter presteert. Anderson en Reeb (2003) vonden dat de professionele CEO beter presteert ten opzichte van de familiale opvolger, maar slechter ten opzichte van de oprichter. In een later onderzoek van Anderson et al. (2003) reflecteert dit zich ook in hogere agency kosten ten opzichte van de oprichter en lagere kosten ten opzichte van de familiale opvolger. Villalonga en Amit (2006) vonden gelijkaardige resultaten. Zij argumenteren dat familiebedrijven met een oprichter-CEO of bedrijven waarvan de oprichter de voorzitter is van de Raad van Bestuur en de CEO-functie wordt ingenomen door een extern persoon, beter presteren. Hiertegenover kan je de onderzoeken plaatsen die steeds de professionele CEO als efficiëntste manager voorop stellen. Bennedsen et al. (2007) en Barontini en Caprio (2006) vonden beide dat professionele externe CEO's zeer waardevolle kwaliteiten bezitten en beter presteren dan de oprichter en de familiale opvolger. De onderzoeken in verband met het effect van type CEO op de prestaties en agency kosten van schulden werden echter uitgevoerd op grote, publieke familieondernemingen. Dit wil zeggen dat we de resultaten ook in die context moeten bekijken en interpreteren. Grote, publieke ondernemingen vereisen immers andere managementkwaliteiten dan kleine, private ondernemingen.

Uit bovenstaande uiteenzetting kunnen we concluderen dat elk type CEO zijn goede en minder goede kwaliteiten kent. Echter de stichter van het familiebedrijf kent een aantal unieke kenmerken. Hij heeft een zeer sterke lange termijn visie en heeft hoogstwaarschijnlijk een vertrouwensband opgebouwd met de kredietverlener (Schulze et al., 2003). Door de nadruk die hij legt op de ondernemingswaarde in plaats van de aandeelhouderswaarde voorspellen wij dat het agency conflict tussen de oprichter van het familiebedrijf en de kredietverlener kleiner is dan bij de familiale opvolger en de externe CEO. Als hij zich daarenboven ook nog gedraagt als steward en zich ook psychologisch eigenaar voelt, zal dit nog ten goede komen van de relatie tussen de bankier en de onderneming. We komen dan ook tot volgende hypothesen:

Hypothese 1a: *De oprichter-CEO van het private familiebedrijf genereert lagere agency kosten van schulden (weerspiegeld in de intrestvoet en de waarborgen) dan de externe CEO.*

Hypothese 1b: *De oprichter-CEO van het private familiebedrijf genereert lagere agency kosten van schulden (weerspiegeld in de intrestvoet en de waarborgen) dan de familiale opvolger-CEO.*

Zowel de familiale opvolger als de externe CEO heeft een heel aantal eigenschappen die nadelig zouden zijn voor de agency kosten van schulden. De familiale opvolger wordt vaak als opvolger aangeduid omwille van zijn familiebanden en niet omwille van zijn capaciteiten. Daarnaast neemt ook vaak het moral hazard probleem toe omdat de ouders te genereus zijn ten opzichte van hun kinderen omwille van altruïsme. Bovendien heeft een opvolger-familiale CEO, naast de gekende agency conflicten zoals altruïsme en adverse selectie op de arbeidsmarkt ook nog intra familiale conflicten (Steijvers et al., 2007). Elke broer of zus zal immers het belang van hun eigen gezin steeds vooropstellen waardoor het moeilijker is om de doelstellingen op één lijn te krijgen. De externe CEO daarentegen heeft vaak wel de nodige capaciteiten en ervaring om een bedrijf te runnen. Hij kan nieuwe ideeën aanhalen om zo het bedrijf (terug) competitief en innovatief te maken. Hij mist echter volgens de agency theorie wel de feeling met het familiebedrijf en zal hierdoor niet altijd handelen in het belang van het familiebedrijf. Hij kan opportunistisch gedrag vertonen waardoor er agency kosten kunnen ontstaan omwille van het conflict tussen de familiale aandeelhouders en de manager. We kunnen dus besluiten dat zowel bij de familiale opvolger als bij de externe CEO er een agency conflict heerst tussen eigenaar en manager. Het familiebedrijf heeft echter als voordeel dat er vaak een sterk geconcentreerd eigenaarschap is waardoor zij een goed corporate governance mechanisme kunnen zijn. Hierdoor kunnen zij het management beter controleren. De familie zal hierdoor een goed monitoringinstrument kunnen zijn voor de externe CEO. Bij de familiale opvolger zal deze monitoring echter

minder gebeuren omwille van de altruïstische gevoelens en het vertekend beeld dat de oprichters vaak hebben van hun familiale opvolgers. We besluiten dat een externe CEO beter zal presteren waardoor zij minder agency kosten van schulden genereren weerspiegeld in minder waarborgen en een lagere intrestvoet dan wanneer de familiale opvolger de taak als CEO op zich neemt.

Er kan echter ook geargumenteed worden dat de familiale opvolger en de externe CEO zich zullen gedragen als steward i.p.v. als agent en zich eigenaar voelen van het familiebedrijf. Dit zou impliceren dat de hierboven aangehaalde agency problemen bij de familiale opvolger en bij de externe CEO niet of in mindere mate aanwezig zullen zijn. Daarenboven zal iedere CEO (familie of niet) het belang van het familiebedrijf vooropstellen. De kredietverleners zullen dan, als het type CEO een rol speelt in de bepaling van de kredietvoorwaarden, enkel kijken naar de kwaliteiten van de CEO. Verwacht wordt dat ook onder deze theorie de externe CEO betere kredietvoorwaarden zal krijgen dan de familiale opvolger aangezien er ook verwacht wordt dat hij beter zal presteren.

Bovenstaande uiteenzetting leidt ons tot de volgende hypothese:

Hypothese 2: *De externe CEO van het private familiebedrijf genereert lagere agency kosten van schulden (weerspiegeld in de intrestvoet en de waarborgen) dan de familiale opvolger-CEO.*

Hoofdstuk 6: Determinanten van de kredietvoorwaarden

Hieronder zullen de belangrijkste determinanten van de kredietvoorwaarden, intrestvoet en waarborgverlening, die gevonden werden in de literatuur besproken worden. Deze variabelen zullen ook opgenomen worden in ons econometrisch model, dus voor elke determinant zullen we een hypothese vooropstellen. In de factoren maken we een onderscheid in ondernemingskenmerken, karakteristieken van de lening en relationele kenmerken.

6.1 Ondernemingskenmerken

6.1.1 Ondernemingsgrootte

De grootte van de onderneming wordt verwacht een grote rol te spelen in het bepalen van de intrestvoet en de waarborgverlening. Zoals eerder aangehaald hebben KMO's te kampen met meer informatie asymmetrie dan grote ondernemingen. Chan en Kanatas (1985) stellen dan ook dat startende en kleinere bedrijven meer waarborgen zullen aanbieden om op die manier de kwaliteit van hun project te signaleren. Volgens Altman et al. (1977) kunnen de uitgaven voor schulden sterker gereduceerd worden door meer waarborgen te geven aangezien hun kans op faillissement groter is. Empirisch zijn er heel wat resultaten te vinden die een negatieve relatie tussen de grootte en waarborgverlening vooropstellen (Dennis et al., 2000; Lehmann en Neuberger, 2001; Menkhoff et al., 2006). Echter geen van deze studies maakt een onderscheid tussen zakelijke en persoonlijke waarborgen terwijl dit toch essentieel is aangezien er een ander effect verwacht kan worden. Recente studies maken dit onderscheid wel (Ang et al. 1995, Avery et al. 1998, Voordeckers and Steijvers, 2006 ; Brick and Palia, 2007; Steijvers et al., 2008). Avery et al.(1998) beargumenteerde dat ondernemingsgrootte negatief gerelateerd is aan de kosten van verlening door kredietverschaffers. Dit is vooral te wijten aan de grotere beschikbaarheid aan ondernemingsactiva die als zakelijke waarborg kunnen dienen bij grote bedrijven dan bij de kleinere bedrijven. Ondernemingsactiva kunnen de kredietverlener een bepaalde zekerheid bieden waardoor er minder persoonlijke waarborgen dienen gegeven te worden dan bij kleine bedrijven.

Ook Cowling en Westhead (1996) vonden dat kleinere bedrijven met hogere kosten van schulden geconfronteerd werden. Daarnaast worden grotere bedrijven vaak gezien als grotere leners waardoor de bankier schaalvoordelen kan behalen in het screenen, contracting en monitoring van het bedrijf (Steijvers et al., 2008). Hierdoor zou men kunnen verwachten dat grotere bedrijven minder vaak persoonlijke waarborgen gebruiken dan kleinere

bedrijven. Daarenboven wordt grootte vaak gezien als een proxy van succes, wat resulteert in een lagere vraag naar persoonlijke waarborgen. Ook Ang et al. (1995), Steijvers & Voordeckers (2006) en Steijvers et al. (2008) toonden aan dat persoonlijke waarborgen veelvuldiger gebruikt worden in de kredietverlening aan KMO's en familiebedrijven.

Hieruit kunnen we concluderen dat grote ondernemingen geassocieerd worden met een lager risico en hierdoor ook een lagere intrest zullen verkrijgen dan de kleinere bedrijven. Aangezien kleine bedrijven vaak niet genoeg ondernemingsactiva in hun bezit hebben zal er voor deze bedrijven eerder geopteerd worden voor persoonlijke waarborgverlening. Dit leidt tot de volgende hypothesen:

Hypothese 3a: *Bedrijfs grootte is negatief gerelateerd met intrestvoeten.*

Hypothese 3b: *Bedrijfs grootte is negatief gerelateerd met de kans op het verlenen van persoonlijke waarborgen.*

Hypothese 3c: *Bedrijfs grootte is positief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke waarborgen.*

6.1.2 Bedrijfsrisico

Wij gaan er bij het formuleren van onze hypothesen vanuit dat waarborgverlening een oplossing biedt voor het moral hazard probleem. We zullen dan, net zoals de meerderheid van de studies, er vanuit gaan dat meer risicovollere bedrijven meer waarborgen zullen moeten geven opdat risk-shifting voorkomen kan worden (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Aangezien Mann (1997) stelt dat persoonlijke waarborgen zorgen voor een sterker ex post disciplinerend effect veronderstellen we dat KMO's met een hogere risicograad meer persoonlijke waarboren zullen moeten geven dan zakelijke waarborgen. We verwachten dus dat het bedrijfsrisico een positief verband kent met zowel de kans op het verlenen van zakelijke als persoonlijke waarborgen, maar verwachten dat dit verband sterker is bij persoonlijke waarborgen. Daarnaast verwachten we ook dat bedrijven met een hoger risico een hogere intrestvoet dienen te betalen dan bedrijven met een lagere risicograad voor het verkrijgen van eenzelfde leenbedrag.

Hypothese 4: *Bedrijfsrisico is positief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke, persoonlijke waarborgen en intrestvoeten.*

6.2 Kenmerken van de lening

6.2.1 Looptijd

Een andere belangrijke kredietvoorwaarde in het leencontract naast de intrestvoet en waarborgen is de looptijd van de lening. De looptijd kan dienen als oplossing voor het informatieprobleem en om de controle te versterken (Steijvers et al., 2004). Hierdoor kan men een effect op de intrestvoet en de waarborgverlening verwachten. Immers, hoe langer de looptijd van het contract, hoe groter de kans dat het risicoprofiel van de onderneming wijzigt of dat het bedrijf in financiële moeilijkheden terechtkomt (Steijvers et al., 2004). Lange termijnleningen vergen dan ook een inschatting van de kredietwaardigheid op lange termijn. Dit is echter geen eenvoudige opdracht. Een bedrijf dat op dit moment kredietwaardig geacht wordt, is dit niet noodzakelijk ook over bijvoorbeeld drie jaar. Een lange termijn lening wordt volgens de literatuur daarom ook veel meer beschermd door waarborgverlening (Steijvers et al., 2004, Steijvers en Voordeckers, 2006, Steijvers en Voordeckers, 2009b). Waarborgverlening kan hierbij het ex ante risico verminderen. Een korte termijn lening aangaan in plaats van een lange termijn lening kan de kredietverschaffer meer informatie geven (Steijvers en Voordeckers, 2009b). Immers door middel van een opeenvolging van kortetermijnkredieten, dwingt de bank de lener tot regelmatige onderhandelingen. Deze onderhandelingen zijn noodzakelijk als men een volgend kortetermijnkrediet wil afsluiten. Op deze manier kan een kortere looptijd van een lening gezien worden als een substituut voor een convenant (Steijvers et al., 2004).

KMO's zouden meer een beroep doen op deze kortetermijnkredieten (Steijvers et al., 2004). Hun toegang tot langetermijnkredieten wordt immers beperkt aangezien ze met meer informatie asymmetrie te kampen hebben en hierdoor als risicovoller worden aanzien. De bank verwacht immers dat de onderneming bij een langetermijnkrediet een incentive heeft om risicovollere projecten aan te gaan (Berger en Udell ,1998). Hieruit kunnen we verwachten dat een langere looptijd gekoppeld zal worden aan een hogere intrestvoet en een hogere kans op het geven van zakelijke en persoonlijke waarborgen. Empirische resultaten bevestigen dat korte termijn leningen de kans op het geven van waarborgen verminderen (Leeth and Scott, 1989; Degryse and Van Cayseele, 2000; Voordeckers en Steijvers, 2006). Dit zou kunnen indiceren dat waarborgverlening en korte termijn leningen substituten zijn van elkaar. Dit wordt echter niet bevestigd in de studie van Steijvers en Voordeckers (2009a). Bovenstaande paragraaf leidt tot de volgende hypothese:

Hypothese 5: *Looptijd is positief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke, persoonlijke waarborgen en intrestvoeten.*

6.2.2 Interdependenties tussen zakelijke en persoonlijke waarborgen en intrestvoeten

In tegenstelling tot oudere studies zijn *screeningmodellen* het er over eens dat waarborgverlening en de intrestvoet afhankelijk zijn van elkaar. Deze theoretische modellen stellen dat banken simultaan de waarborgen en de intrestvoet bepalen. Ze zijn het erover eens dat waarborgverlening en de intrestvoet gezien kunnen worden als substituten van elkaar (e.g., Besanko & Thakor, 1987; Bester, 1987). Het vragen van een waarborg in de plaats van een hogere intrestvoet kan immers het moral hazard effect en/of het adverse selectie probleem tegengaan. Zoals ook al eerder vermeld, beperkt waarborgverlening additionele toekomstige leningen bij andere banken. Waarborgen vragen in de plaats van een hogere intrestvoet kan dus ook een barrière creëren voor de concurrenten. Recente studies zijn het er echter over eens dat het cruciaal is om een onderscheid te maken tussen persoonlijke en zakelijke waarborgen. Er zijn echter weinig studies die dit onderscheid maken.

Studies die dus de onderlinge relatie tussen de twee soorten waarborgen en de intrestvoet hebben onderzocht zijn nog geringer. Brick en Palia (2007) erkenden wel de interdependenties tussen deze twee soorten waarborgen en de interdependenties tussen waarborgverlening en de intrestvoeten. Zij vonden empirisch bewijs dat banken gelijktijdig de impliciete (persoonlijke en zakelijke waarborgen) en de expliciete (de intrestvoet) prijs bij kredietverlening bepaalden. Zij gebruikten dan ook een simultaan model. Zij vonden een significant positief effect van persoonlijke waarborgverlening op de intrestvoet. Dit impliceert dat persoonlijke waarborgen niet gezien kunnen worden als substituten van een hogere intrestvoet. Dit is consistent met de resultaten van Steijvers en Voordeckers (2009a). Immers de persoonlijke waarborg heeft unieke kenmerken die niet kunnen teruggevonden worden bij andere kredietvoorwaarden zoals zakelijke waarborgen of intrestvoeten. Dit heeft tot gevolg dat wanneer de bankier percipieert dat de kans op opportunistisch gedrag een bepaalde grens overschrijdt, het vragen van persoonlijke waarborgen onvermijdelijk is (Steijvers en Voordeckers, 2009a). Het vervangen van deze persoonlijke waarborgen met zakelijk onderpand of met een hogere intrestvoet is dan niet meer mogelijk. Daarnaast vonden Steijvers en Voordeckers (2009a) dat zakelijke waarborgen wel substituten zijn met de intrestvoet. Zij stellen dat wanneer de bank met algemene agency problemen moet omgaan ze een hogere intrestvoet of zakelijke waarborgen zullen vragen. Wanneer echter de agency problemen een bepaalde grens overschrijden ze deze zullen aanpakken door het vragen van persoonlijke waarborgen. Brick en Palia (2007) vonden andere resultaten. Zij vonden een significante positieve relatie tussen waarborgverlening en de intrestvoet, maar geen significant effect van de intrestvoet op de waarborgverlening. De verklaring die ze hiervoor geven is dat kredietverleners hoogstwaarschijnlijk een maximum intrestvoet

bepalen. Dit is omdat een te hoge intrestvoet de kans op falen kan stimuleren. Om dit te compenseren kan men dan waarborgen vragen. Steijvers en Voordeckers (2009a) daarentegen vinden wel een significante negatieve relatie tussen de intrestvoet en de zakelijke waarborg. Dit wijst, zoals hierboven al aangehaald, op een substitutie effect tussen de twee kredietvoorwaarden.

We kunnen dan volgende hypothesen formuleren:

Hypothese 6a: *De intrestvoet is negatief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke waarborgen.*

Hypothese 6b: *De kans op het verlenen van persoonlijke waarborgen is positief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke waarborgen en intrestvoeten.*

6.3 Relationele kenmerken

6.3.1 Relatiebankieren

Tot slot zijn er recentelijk heel wat studies uitgevoerd die het effect van relatiebankieren hebben onderzocht in het kader van de kredietverlening aan KMO's. Relatiebankieren blijkt ook een middel te zijn om informatie asymmetrie te verminderen. Bij relatiebankieren zullen banken een intieme relatie ontwikkelen met hun leners dat hen toelaat een inzicht te krijgen in het functioneren van de KMO en de interactie met zijn omgeving (Binks & Ennew, 1996). Daarnaast krijgt de bankier een beter inzicht in de kwaliteiten van de onderneming en kan hierdoor beter de kredietwaardigheid inschatten. Dit zou kunnen betekenen dat dergelijke relatie ervoor kan zorgen dat monitoring en screening van het bedrijf en de kosten hiermee verbonden afnemen aangezien het de informatie asymmetrie tussen de twee partijen vermindert. De term relatiebankieren kent vele definities. Wij zullen de definitie hanteren die Boot (2000) in zijn review hanteert: Relatiebankieren is het voorzien van financiële diensten door een financiële instelling die "(1) investeert in het verkrijgen van niet publieke klantspecifieke informatie, die vertrouwelijk is en meestal enkel ter beschikking wordt gesteld van die instelling (*proprietary information*), (2) de winstgevendheid van de investeringen van een klant evalueert door rekening te houden met *meerdere* interacties doorheen de tijd en/of voor meerdere producten." Hierbij kunnen we twee cruciale dimensies onderscheiden met name *proprietary information* en *meerdere interacties*. Dit impliceert dat de toekenning van kredieten niet enkel op basis van objectieve kenmerken gebeurt, maar dat ook subjectieve kenmerken een rol spelen (Berger en Udell, 2002; Steijvers et al., 2004). Relatiebankieren focust op het verhogen van de opbrengsten van de bank door het maximaliseren van de winstgevendheid van de relatie met de onderneming doorheen de tijd.

Relatiebankieren brengt dan ook een aantal voordelen met zich mee. Allereerst zorgt het ervoor dat er een betere informatiedoorstroming is tussen beide partijen. Wanneer een KMO een bepaalde relatie heeft met de bankier is hij misschien meer gewilliger om informatie te onthullen dan in een transactiegeoriënteerde lening. Daarnaast kunnen de banken zelf het informatie probleem oplossen door informatie te produceren. Wanneer hij hierbij schaalvoordelen kan creëren en de informatie duurzaam en niet gemakkelijk transfereerbaar is zou de KMO dankzij de nauwere band kunnen genieten van meer krediet tegen een lagere kost (Steijvers et al., 2004). De private informatie kan ook gebruikt worden om contractuele bepalingen van het schuldcontract te verfijnen (Boot, 2000; Steijvers et al., 2004). Ten tweede kan relatiebankieren volgens Boot (2000) ervoor zorgen dat leningen die vanuit een korte termijn perspectief niet winstgevend lijken toch toegestaan worden omdat ze winstgevend kunnen worden wanneer de relatie tussen KMO en bank lang genoeg duurt. Daarnaast draagt het aangaan van een relatie bij tot de loyaliteit van de klant. Als voordeel voor de bank brengt dit met zich mee dat trouwe klanten hun bank zullen aanbevelen bij nieuwe potentiële klanten en leidt dit tot een betere reputatie van de bank (Donckels, 2000; Binks & Ennew, 1996).

Echter ook het bedrijf kan een goede reputatie opbouwen door een intiemere relatie aan te gaan met zijn bank. Hierdoor kan de KMO zijn kwaliteit en betrouwbaarheid signaleren naar de bank toe (Scholtens 1999, Smith en Smith 2000). Dit zou een vermindering van het moral hazard probleem kunnen impliceren. Een goede reputatie is immers een waardevol actief zodat de KMO een project met een lage risicograad zal verkiezen boven een risicovol project om de kans op betalingsmoeilijkheden te vermijden. Dit zou anders kunnen impliceren dat hij zijn opgebouwde reputatie kan kwijtspelen (Steijvers et al., 2008). Bijgevolg biedt een goede reputatie een oplossing voor zowel het adverse selectie probleem als het moral hazard probleem. Een relatie tussen beide partijen geeft immers de mogelijkheid om de echte aard van de ondernemer te leren kennen én de kosten, verbonden aan het monitoren van het project, te verminderen (Steijvers et al., 2004). Uit vrees om gerantsoeneerd te worden en het negatieve signaal naar andere banken toe wanneer de relatie verbroken wordt, zorgt er voor dat de KMO het voorgestelde project correct zal uitvoeren en niet zal overgaan tot moral hazard gedrag (Stiglitz en Weiss, 1983, Steijvers et al., 2004).

Er zijn echter ook een aantal nadelen die kunnen ontstaan ten gevolgen van relatiebankieren. De twee belangrijkste nadelen vermeld door Boot (2000) zijn: het *soft-budget beperkingsprobleem* en het *hold-up probleem*. Het 'soft-budget constraint' probleem stelt zich wanneer men, in geval van betalingsproblemen bij de KMO, sneller zal beslissen verdere kredieten toe te staan wanneer men reeds een lening in het verleden toegestaan had. Men hoopt immers op die manier zijn vorige lening te redden. Het probleem stelt zich

wanneer de KMO zich realiseert dat hij zijn contract kan hernegotiëren wat ervoor zorgt dat er weinig ex ante incentives zijn om zich in te zetten (Bolton and Scharfstein, 1996; Dewatripont and Maskin, 1995). Immers wanneer het hernegotiëren van het contract te simpel is zal de KMO zich te weinig inzetten om een slechte uitkomst te voorkomen.

Het volgend probleem is het hold-up probleem. Dit wordt vaak gezien als de 'donkere kant' van relatiebankieren (Boot, 2000). De private informatie die de bank verkrijgt kan hem een informatie monopolie opleveren ten opzichte van zijn concurrenten. Hij kan hier misbruik van maken door een hogere intrestvoet en/of meer waarborgen te vragen (Rajan 1992, Boot, 2000). Dergelijke bedreigingen kunnen er voor zorgen dat de KMO aan multi-banking zal doen.

Empirisch werd het effect van relatiebankieren op de kredietaanwezigheid en de kredietvoorwaarden onderzocht. De kracht van de relatie kan gemeten worden aan de hand van de lengte van de relatie, de exclusiviteit en de competitie tussen verschillende banken. Analoog aan de studie van Steijvers & Voordeckers (2009a) nemen we enkel de variabele 'duur' en 'hoofdbankier' op in ons model. Deze twee relationele kenmerken zullen hieronder verder besproken worden.

6.3.2 Lengte van de relatie

Een manier om de sterkte van de relatie te onderzoeken is aan de hand van de duur van de relatie (e.g. Petersen and Rajan, 1994, 1995; Berger and Udell, 1995, Ongena and Smith, 2001; Brick and Palia, 2007). Empirische studies die de impact van deze variabele onderzochten op de kredietvoorwaarden vonden heel wat tegenstrijdige resultaten. Sommige studies vonden geen significant effect (Menkhoff et al., 2006) terwijl anderen een positief effect vonden (Hernandez-Canovas and Martinez-Solano, 2006). Echter de meerderheid van de studies vinden een negatieve relatie, hetgeen impliceert dat de lengte van de relatie kan zorgen voor betere kredietvoorwaarden zoals een lagere intrestvoet en minder waarborgverlening (e.g. Berger and Udell, 1995; Harhoff and Körting, 1998; Degryse and Van Cayseele, 2000; Chakraborty and Hu, 2006; Jiménez et al., 2006; Brick and Palia, 2007). Dit is consistent met de voordelen die we hierboven hebben besproken en daarom kunnen we besluiten dat het opbouwen van een langdurige relatie het adverse selectie probleem en het moral hazard probleem kan verminderen aangezien het de informatie asymmetrie tussen beide partijen zal verminderen. Er zijn echter ook heel wat studies die net het tegenovergestelde aantonen met name een toename in de lengte van de relatie zorgt voor slechtere kredietvoorwaarden. Deze studies kaderen echter in Europese context hetgeen impliceert dat het hold-up probleem hier sterker aanwezig is (Boot, 2000; Hernández-Cánovas & Martínez-Solano, 2006). Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat KMO's in landen zoals Spanje, Italië, Duistland en België alleen bankfinanciering hebben

om op terug te vallen (Hernández-Cánovas en Martínez-Solano,2006) . Aangezien er in deze studie gewerkt wordt met een Amerikaanse database formuleren we de volgende hypothese:

Hypothese 7: *De duur van de relatie is negatief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke, persoonlijke waarborgen en intrestvoeten.*

6.3.3 Hoofdbankier

Een ander veel onderzocht relationeel kenmerk is de exclusiviteit van de relatie (e.g. Petersen and Rajan, 1994; Degryse and Van Cayseele, 2000; Elsas and Krahn, 2000; Berger et al., 2001; Ongena and Smith, 2001). Deze kan gemeten worden aan de hand van de variabele hoofdbankier. Wanneer immers de bankier opereert als de hoofdbankier van een KMO dan communiceert de KMO vooral met deze bank aangezien hij de meeste financiële producten en diensten levert. Door de relatie die hierdoor ontstaat en de intensiteit van de communicatie tussen beide partijen zal het risico afnemen. Dit is te wijten aan het feit dat de informatie asymmetrie afneemt als de kennis van de bank verhoogt. Daartegenover staat dat de ontwikkeling van een exclusieve relatie er ook voor zorgt dat er superieure informatie ontstaat voor de hoofdbankier die de concurrerende banken niet hebben. Dit geeft de hoofdbank een bepaalde marktmacht die hij zou kunnen misbruiken. Hierdoor kan er het hierboven besproken hold-up probleem ontstaan. De meeste empirische studies bevestigen dat de kans op het geven van waarborgen stijgt als de lening wordt gegeven door de hoofdbankier (e.g. Machauer and Weber, 1998; Degryse and Van Cayseele, 2000; Elsas and Krahn, 2000; Lehmann and Neuberger, 2001; Menkhoff et al., 2006; Hernández-Cánovas and Martínez-Solano, 2006; Voordeckers and Steijvers, 2006). We formuleren volgende hypothese:

Hypothese 8: *De kredietverlening door de hoofdbankier is positief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke, persoonlijke waarborgen en intrestvoeten.*

Hoofdstuk 7: Onderzoekopzet

7.1 De databank

Voor de empirische analyse maken we gebruik van de NSSBF –databank. Deze databank werd opgesteld door de 'Board of Governors of the Federal Reserve' en de 'US Small Business Administration' en bevat informatie over Amerikaanse KMO's. Een KMO wordt hier gedefinieerd als een bedrijf met minder dan 500 werknemers. Dit is een andere definitie dan diegene die er in België meestal gehanteerd worden. In België wordt je pas beschouwd als een KMO als de onderneming minder dan 100 werknemers telt. Aan de Amerikaanse KMO's werd gevraagd een enquête in te vullen om op die manier informatie te verzamelen over de kenmerken van de eigenaar(s) en de onderneming, het gebruik van financiële diensten en informatie over de resultatenrekening en de balans. Deze studie werd uitgevoerd in 1987, 1993, 1998 en 2003. In deze eindverhandeling zullen we gebruikmaken van de meest recente informatie en gebruiken dus de database van 2003. Deze bevat informatie over 4240 Amerikaanse KMO's die operationeel waren in 2003. Wij concentreren ons echter enkel op private familiebedrijven in deze eindverhandeling. In de NSSBF-databank wordt een bedrijf beschouwd als een familiebedrijf wanneer de onderneming 100% in handen is van één familie. Na het selecteren van enkel de familiebedrijven bevat de database nog informatie van 3539 KMO's. De meeste KMO's in deze steekproef zijn dus familiebedrijven, hetgeen het belang van deze bedrijven nog maar eens benadrukt.

De databank bevat gegevens van heel wat financiële diensten. We hebben informatie over hypotheekleningen, kredietlijnen, autoleningen enz. Om echter zo een homogeen mogelijke steekproef te krijgen, focussen we ons enkel op de kredietlijnen. Wanneer we immers meerdere types van leningen in onze steekproef opnemen kan dit een vertekend beeld geven aangezien er bijvoorbeeld andere kredietvoorwaarden kunnen gelden voor een hypotheeklening dan voor een kredietlijn (bv. meer zakelijke waarborgen). Daarnaast is het gebruik van 'credit-scoring' modellen om de kredietwaardigheid in te schatten van de onderneming onvoldoende in het geval van kredietlijnen (Steijvers en Voordeckers, 2009a). Men baseert zich dan ook vaak bij deze financieringsbron op 'softe' informatie zoals de eerlijkheid van de ondernemer, werkethiek en reputatie. Het is dus aangewezen om een steekproef te gebruiken van kredietlijnen om het effect van het type CEO op de kredietvoorwaarden van familiebedrijven te onderzoeken, aangezien hier ook heel wat 'softere' informatie gebruikt wordt. Na het uitfilteren van de kredietlijnen beschikken we nog over een databank van 1493 kredieten aangegaan door familiebedrijven. Echter om tot de

uiteindelijke bruikbare database te komen zullen de missing values, de uitschieters (outliers) en multicollineariteit verder bestudeerd worden.

7.2 De missing Values

In onze databank zitten heel wat cases met ontbrekende waarden voor onze afhankelijke variabelen. Zo hebben we geen informatie over de waarborgen voor meer dan de helft van de bedrijven (57%) en missen we ook informatie over de intrestvoet voor 31% van de familiebedrijven. Aangezien dit de kredietvoorwaarden zijn die we willen onderzoeken verwijderen we de cases met een missing value voor waarborgverlening en/of de intrestvoet. De resterende missing values van de onafhankelijke variabelen zijn nu zeer miniem, we beslissen dan ook om deze niet te verwijderen uit de databank. Er blijven nu nog 544 cases over.

7.3 De uitschieters

Tabel 1:De outliers

Case Number	Std. Residual	interest rate	Predicted Value	Residual
134	4,842	18,00	6,7872	11,21284
761	-3,007	,00	6,9642	-6,96423
782	7,163	24,00	7,4107	16,58930
911	3,531	14,00	5,8230	8,17703
952	4,370	18,00	7,8792	10,12083
966	3,095	13,17	6,0025	7,16748
1152	3,766	15,00	6,2787	8,72135
1224	7,409	24,00	6,8430	17,15699
1490	3,686	14,90	6,3629	8,53710

a. Dependent Variable interest rate

Een tweede analyse die we kunnen uitvoeren is een outlierdetectie. Een outlier of een uitschieter is een gegeven waarvan de waarde sterk verschilt met de andere gegevens in de database. Het kan hier gaan om bijzondere gevallen of om een invoerfout. Outliers kunnen een grote invloed hebben op het regressiemodel en kunnen soms beter uit de analyse

gehouden worden. De outlierdetectie in SPSS, weergegeven in tabel 1, geeft negen outliers aan die een standaardafwijking hebben buiten het interval $[-3 ; +3]$. Deze cases kunnen een sterke invloed hebben op de analyse en werden verwijderd. Na het verwijderen van de missing values, de uitschieters en de observaties waarvan wij denken dat ze fout zijn (bv. een interestvoet van nul) telt de uiteindelijke databank 502 cases.

7.4 Multicollineariteit

Er zijn twee soorten van multicollineariteit te onderscheiden. In de eerste plaats is er perfecte multicollineariteit. Perfecte multicollineariteit ontstaat wanneer een onafhankelijke variabele een perfecte lineaire combinatie is van een of meerdere andere onafhankelijke variabelen (Stock en Watson, 2007). Het meest gekende probleem is de 'dummy variable trap'. Wanneer er M dummy variabelen aanwezig zijn en een intercept, en elke case slechts onder één dummy hoort is er sprake van perfecte multicollineariteit. Om dit probleem op te lossen dienen slechts (M-1) dummy variabelen opgenomen te worden (Stock en Watson, 2007). Tijdens het uitvoeren van de analyse zullen we dan ook steeds een van de dummy variabelen uitsluiten.

Daarnaast kan er ook sprake zijn van imperfecte multicollineariteit. Dit fenomeen komt voor wanneer twee of meerdere onafhankelijke variabelen sterk met elkaar gecorreleerd zijn (Stock en Watson, 2007). Ze meten dan eigenlijk hetzelfde en dit zou een vertekend beeld kunnen geven. Om dit na te gaan zullen we de correlaties tussen de onafhankelijke variabelen bespreken die weergegeven worden in de correlatiematrix weergegeven in tabel 2. De correlatiecoëfficiënt kan een waarde aannemen tussen 1 en -1. Indien deze correlatiecoëfficiënt de waarde 0,8 overschrijdt is er sprake van een sterk verband en ontstaat multicollineariteit (De Vocht, 2007). Uit de correlatiematrix blijkt dat de meeste correlaties wel significant gecorreleerd zijn op significantieniveau 5%. Er is echter geen correlatiecoëfficiënt die de waarde van 0,8 overschrijdt, wat duidt op de afwezigheid van imperfecte multicollineariteit. De hoogste correlatie is deze tussen de externe en de oprichter CEO, deze coëfficiënt bedraagt -0,694.

Tabel 2: De correlatiematrix

Statistics=Pearson Correlation

	Intrestvoet-	Zakelijke_wrbg	Persoonlijke_wrbg	Externe CEO	Oprichter-CEO	Familiale opvolger-CEO	Debt_to_sales	Debt_to_assets	Ln_sales	Ln looptijd	ln_relatie	Hoofd-bankier
intrestvoet	1	-,067	,105*	-,038	,076	-,064	,031	,026	-	,019	,060	,021
Zakelijke_wrbg	-,067	1	-	,058	-	,071	,002	-	,444**	-	-,001	-,011
Persoonlijke_wrbg	,105*	-	1	-	,094*	,003	,059	-	-	,165**	,027	-,043
Externe CEO	-,038	,058	-	1	-	-	-,024	,051	,164**	-,046	-,058	,005
Oprichter-CEO	,076	-	,094*	-	1	-	,030	-	-	,085	-,026	,008
Familiale opvolger-CEO	-,064	,071	,003	-	-	1	-,015	,020	,171**	-,068	,099*	-,016
Debt_to_sales	,031	,002	,059	-,024	,030	-,015	1	,020	-	,160**	-,070	,118**
Debt_to_assets	,026	-,003	-,020	,051	-,055	,020	,020	1	-,037	,003	-,061	-,040
Ln_sales	-	,444**	-	,164**	-	,171**	-	-	1	-	,011	,001
Ln looptijd	,019	-	,165**	-,046	,085	-,068	,160**	,003	-	1	-,021	,067
ln_relatie	,060	-,001	,027	-,058	-,026	,099*	-,070	-	,011	-,021	1	-
Hoofdbankier	,021	-,011	-,043	,005	,008	-,016	,118**	-	,001	,067	-	1

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed),**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

7.5 Het regressiemodel

In deze studie zal er gebruik gemaakt worden van het 'two-stage-least-square' regressiemodel (2SLS). Dit heeft een aantal redenen. Ten eerste blijkt uit onze literatuurstudie dat banken de kredietvoorwaarden, intrestvoet en de zakelijke en persoonlijke waarborgen gelijktijdig bepalen, wat vereist dat een simultaan model beter zou zijn, hetgeen 2SLS met instrumentvariabelen mogelijk maakt. Daarnaast blijkt uit de literatuur ook dat de kredietvoorwaarden elkaar bepalen. Zo werd er al aangegeven dat zakelijke waarborgen en intrestvoeten gezien kunnen worden als substituten. Aangezien de drie kredietvoorwaarden elkaar bepalen impliceert dit dat ze gecorreleerd zijn met de foutenterm. Dit heeft tot gevolg dat het OLS (ordinary least square) regressiemodel inconsistent en onbetrouwbaar zou zijn. Om hier mee om te gaan wordt de 2SLS methode met instrumentvariabelen gebruikt.

Het grootste probleem betreft dus de correlatie die er heerst tussen de onafhankelijke variabele en de foutenterm. Om dit probleem op te lossen moeten er goede instrumentvariabelen gekozen worden. Deze instrumenten isoleren eigenlijk het gedeelte van de onafhankelijke variabele dat niet gecorreleerd is met de foutenterm. Het gedeelte van de onafhankelijke variabele dat wel gecorreleerd is met de foutenterm verhuist naar de foutenterm zelf (Stock en Watson, 2007). De instrumentvariabele moet aan twee voorwaarden voldoen. Ten eerste moet hij relevant zijn, wat in statistische termen wil zeggen dat hij gecorreleerd moet zijn met de onafhankelijke variabele. Daarnaast moet de instrumentvariabele exogeen zijn of met andere woorden niet gecorreleerd met de foutenterm. Wanneer aan deze voorwaarden voldaan wordt kan de 2SLS-regressie uitgevoerd worden (Stock en Watson, 2007).

Two stage least square methode zal toegepast worden op onderstaand model. Hierin wordt het duidelijk dat er drie vergelijkingen simultaan worden bepaald, waarbij de drie afhankelijke variabelen ook als onafhankelijke variabelen verschijnen in de andere twee vergelijkingen. In onderstaande vergelijkingen staat W voor alle andere onafhankelijke exogene variabelen, X voor de controlevariabelen en u is de foutenterm. In de volgende paragraaf worden deze variabelen besproken.

$$\text{Intrestvoet} = \alpha_I + \beta_I \text{ zakelijke waarborg} + \chi_I \text{ persoonlijke waarborg} + \delta_{IR} W + \varepsilon_{IR} X + u_I$$

$$\text{Zakelijke waarborg} = \alpha_{ZW} + \beta_{ZW} \text{ persoonlijke waarborg} + \chi_{ZW} \text{intrestvoet} + \delta_{ZW} W + \varepsilon_{ZW} X + u_{ZW}$$

$$\text{Persoonlijke waarborg} = \alpha_{PW} + \beta_{PW} \text{ zakelijke waarborg} + \chi_{PW} \text{intrestvoet} + \delta_{PW} W + \varepsilon_{PW} X + u_{PW}$$

Zoals de naam, 2SLS, al doet vermoeden bestaat deze methode uit twee fasen. In de eerste fase zal er een gewone OLS regressie uitgevoerd worden met behulp van de instrumentvariabelen. Zo zal bijvoorbeeld de eerste fase bij de eerste vergelijking (intrestvoet) de bepaling zijn van de persoonlijke waarborg aan de hand van de gekozen instrumentvariabelen en de andere onafhankelijke variabelen. Ditzelfde wordt gedaan voor de zakelijke waarborg. Daarna zal de eerste vergelijking van de intrestvoet zoals hij hierboven staat weergegeven uitgevoerd worden met OLS, maar met de resultaten van de eerste fase. In de praktijk zullen deze twee fasen samen uitgevoerd worden met behulp van statistische software waardoor er automatisch het resultaat van de 2SLS gegeven zal worden.

7.6 De variabelen

In de volgende paragraaf zullen we kort de afhankelijke, onafhankelijk, controlerende en instrumentvariabelen bespreken.

7.6.1 De afhankelijke endogene variabelen

In dit empirisch model hebben we drie afhankelijke variabelen. Als eerste hebben we de intrestvoet. Deze variabele geeft de originele intrestvoet weer die betaald moest worden voor de kredietlijn. De gemiddelde intrestvoet bedraagt 5% en de maximale intrestvoet bedraagt 20%.

Een tweede afhankelijke variabele is zakelijke waarborg. Deze dummy variabele is gelijk aan 1 als het familiebedrijf een zakelijke waarborg heeft moeten geven bij het verkrijgen van de kredietlijn en 0 als dit niet geval was. Ten slotte is er ook nog de dummy variabele persoonlijke waarborg die de waarde 1 aanneemt als de onderneming een persoonlijk actief als onderpand heeft moeten geven of gelijk aan 0 is als dit niet geval was. In onze steekproef gaf 46% van de familiebedrijven een persoonlijke waarborg en 72% een zakelijke waarborg. Hiervan moest bijna 19% zowel een persoonlijke als een zakelijke waarborg geven. Slechts 1% moest geen waarborg geven. Deze percentages worden weergegeven in Tabel 3.

Tabel 3: Procentuele verdeling van de waarborgen

Zakelijke/persoonlijke waarborg	Ja	Nee	Totaal
Ja	19%	53%	72%
Nee	27%	1%	28%
Totaal	46%	54%	100%

7.6.2 De onafhankelijke variabelen

In elk van de drie vergelijkingen komen dezelfde onafhankelijke en controlevariabelen voor. We kunnen een onderscheid maken tussen de bedrijfskenmerken, de kenmerken van de lening, relationele variabelen en de controlevariabelen. Voor de tabellen van de beschrijvende statistieken die we in deze paragraaf gebruiken verwijzen we naar tabel 4 en tabel 5.

Bedrijfskenmerken

Een eerst bedrijfskenmerk dat opgenomen wordt in deze studie is het type CEO. Om hierin een onderscheid te maken hebben we drie dummy variabelen gecreëerd. Om een externe manager te kunnen onderscheiden hebben we gebruik gemaakt van een variabele 'family owned' die weergeeft of er een familielid het dagelijks management op zich neemt of niet. De variabele externe CEO is dus gelijk aan 1 als er een externe manager het dagelijkse management op zich neemt en 0 wanneer er een familiale CEO is. Om een onderscheid te maken in de categorie 'familiale CEO' hebben we gekeken naar de generatie waarin het familiebedrijf zich bevindt. Hierbij veronderstellen we dat wanneer een bedrijf opgericht werd door de huidige eigenaars of aangekocht werd en er een familiale manager aan het hoofd van het bedrijf staat, deze manager de oprichter is van het bedrijf. Wanneer het bedrijf echter geërfd werd en er een familiale CEO het management op zich neemt spreken we van een familiale opvolger. Hierdoor bekomen we twee dummy variabelen met name de variabele 'oprichter_CEO' en de variabele 'familiale opvolger_CEO'. In onze databank wordt 81 % gemanaged door de oprichter, 11% door een externe CEO en de overige 8% door een familiale opvolger.

Een tweede bedrijfskenmerk is het bedrijfsrisico. Deze variabele wordt analoog aan het artikel van Steijvers en Voordeckers (2009a) gemeten aan de hand van de 'debt-to-assets' ratio. Deze wordt berekend door de totale schulden te delen door de totale activa.

Een laatste bedrijfskenmerk is de bedrijfsgrootte dat weergegeven zal worden door de variabele Ln_sales. We nemen van de verkopen (uitgedrukt in dollars) het natuurlijke logaritme omdat er hier een niet-lineair verband is. Het effect op de kredietvoorwaarden van een extra dollar verkopen zal immers sterker zijn wanneer de verkopen eerder laag zijn dan wanneer ze hoog zijn.

Kenmerken van de lening

De variabele looptijd van de lening wordt uitgedrukt door de looptijd in maanden. De gemiddelde lening heeft een looptijd van 42 maanden.

Relationele variabelen

Een eerste relationele variabele die we opnemen is 'duur relatie in maanden'. Deze variabele geeft weer hoe lang (uitgedrukt in aantal maanden) de onderneming al zaken doet met de kredietinstelling. De gemiddelde relatie telt 139 maanden oftewel bijna twaalf jaar. Ook hier nemen we het natuurlijke logaritme van de relatie uitgedrukt in maanden aangezien het effect van een maand extra in het begin van een bankrelatie meer informatie oplevert dan wanneer er al sprake is van een langdurige relatie. Het effect op de kredietvoorwaarden zal dan ook sterker zijn in het eerste geval.

Tabel 4: Beschrijvende statistieken

	N		Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
	Valid	Missing					
Intrestvoet	502	0	5,3120	5,0000	1,99217	1,00	19,00
Debt_to_assets	502	0	,9249	,6056	2,36506	,01	43,42
Total sales	502	0	11332971,57	4656741,00	1,901E7	6212	1650000
Looptijd in mndn	481	21	41,21	12,00	55,258	1	360
Duur relatie in mndn	502	0	139,54	108,00	126,259	1	720
Leeftijd bedrijf in jaren	502	0	20,27	18,00	12,975	1	98
Winstgevendheid	502	0	,2271	,0920	4,61960	-95,28	32,23
Leeftijd eigenaars	499	3	54,14	54,00	9,997	19	84
Ervaring eigenaars	499	3	24,55	25,00	10,879	1	55
% eigenaar 1	499	3	73,2766	75,0000	27,02103	8,00	100,00

Als tweede relationeel kenmerk nemen we de variabele 'hoofdbankier' op. Dit is een dummy variabele die aanduidt of de lening werd verleend door de hoofdbankier (=1) of door een andere instelling (=0). Of de kredietinstelling al dan niet gezien wordt als hoofdbankier werd bepaald door de perceptie van de ondernemingen zelf die in de enquête moesten aangeven of de kredietverlenende instelling de belangrijkste instelling was voor het familiebedrijf. In onze databank werd 91,6% van de kredietlijnen toegestaan door de hoofdbankier.

7.6.3 Controlevariabelen

In deze empirische studie wordt er in de eerste plaats gecontroleerd voor het effect van de vennootschapsvorm. In de database kunnen negen vennootschapsvormen worden onderscheiden waarvan wij vier grote groepen zullen maken met name: 'Sole proprietorship', 'S-Corporation', 'C-corporation' en 'Partnership'.

De verschillen tussen deze vormen zitten vooral in de manier waarop men belastingen betaalt. Een 'partnership' is een vennootschapsvorm waarbij de eigenaars (oftewel de partners) de winsten en de verliezen met elkaar delen. Hierbij worden de eigenaars belast op hun aandeel in de winst van de onderneming. Dit is ook het geval bij een 'S-Corporation', maar aangezien zij onder de noemer van 'corporation' kunnen geplaatst worden, impliceert dit dat de eigenaars hier beperkt aansprakelijk zijn. Deze beperkte aansprakelijkheid geldt dus ook bij de 'C-corporation', maar hier is er echter een dubbele belastingheffing. De onderneming wordt namelijk belast op haar winsten en de aandeelhouders worden belast op de uitgekeerde dividenden. Ten slotte is er een 'proprietorship' wat vergeleken kan worden met een eenmanszaak. De onderneming is immers in handen van één persoon en is onbeperkt aansprakelijk. Dergelijke ondernemingen vallen onder de personenbelasting en niet onder de vennootschapsbelasting (IRS, 2008).

Daarnaast kan men ook kiezen om een vennootschapsvorm op te richten met beperkte aansprakelijk en met de organisatieflexibiliteit van een 'partnership', we spreken dan van een LLP (Limited Liability Partnership). Hierbij kan men kiezen om belast te worden als een 'partnership' (iedere aandeelhouder op zijn deel van de winst) of als een 'corporation' (vennootschapsbelasting). Men kan ook opteren voor een LLC (Limited Liability Company). Hierbij zijn de vennoten ook beperkt aansprakelijk, maar heeft men niet de organisatieflexibiliteit van een 'partnership'. Men kan wel kiezen tussen het belastingstelsel van een 'corporation', 'partnership' of een 'sole proprietorship' (IRS, 2008).

Aangezien de ondernemingen die geplaatst kunnen worden onder de noemer 'LLP' en LLC' in onze database zo gering zijn zullen we ze naargelang hun gekozen belastingstelsel toevoegen bij 'partnership', 'sole proprietorship' of bij de 'C-corporation'. Dit levert ons vier dummy variabelen op waarbij 1 betekent dat men onder deze vorm hoort en 0 als dit niet het geval is. De procentuele verdeling van elk type kan u zien in tabel 5.

Ten slotte controleren we ook voor de industrie waarin het familiebedrijf zich bevindt. Net zoals in de enquête van de NSSBF baseren we ons hiervoor op de SIC-codes. Er werden 10 dummy variabelen gecreëerd op basis van volgende onderverdeling met de SIC-codes tussen

haakjes: mining (10-14), construction (15-19), manufacturing (20-39), transportation/public utilities (40-49), wholesale trade (50-51), retail trade (52-59), finance, insurance and real estate (60-69), services (70-89), public administration (91-98), unclassified (99). De dummy variabelen kunnen twee waarden aannemen. Zij zal de waarde 1 aannemen als ze tot die categorie behoort en de waarde nul als ze tot een andere categorie behoort. Er zitten echter geen familiebedrijven in de database die behoren tot de sector 'public administration' of onder de term 'unclassified' vallen. Deze twee dummy variabelen zullen dan ook weggelaten worden in de analyse.

Tabel 5: Procentuele verdeling van de dummy variabelen

% familiebedrijven met een oprichter-CEO	81%
% familiebedrijven met een familiale opvolger-CEO	11%
% familiebedrijven met een externe-CEO	8%
% leningen verleend door hoofdbankier	91,6%
% sole proprietorship	14%
% partnership	5,4%
% S-corporation	45%
% C-corporation	35,6%
% familiebedrijven dat in de voorbije 3 jaar faalde in een financiële verplichting	21,7%
% eigenaars dat in de voorbije 3 jaar faalde in een persoonlijke financiële verplichting	4,5%

7.6.4 Instrumentvariabelen

Een van de belangrijkste maar moeilijkste opdracht bij het gebruik van 2SLS is het aanduiden van de instrumentvariabelen. Aangezien de database van NSSBF ons echter niet heel veel keuze laat, zullen wij dezelfde instrumentvariabelen kiezen als Brick en Palia (2007) en Steijvers en Voordeckers (2009a). Beide studies hebben gebruik gemaakt van de NSSBF database van 1993. De validiteit van de instrumentvariabelen werd getest door Brick en Palia (2007) aan de hand van de Hansen-Sargan test. Deze gaat na of de instrumentvariabelen exogeen (niet gecorreleerd met foutenterm) zijn. De instrumentvariabelen zijn dus reeds getest geweest op validiteit en mogen in deze studie overgenomen worden.

De taak van de instrumentvariabelen is het probleem dat er heerst in ons model, met name het feit dat de drie onafhankelijke variabelen (intrestvoet en persoonlijk en zakelijke waarborgen) elkaar bepalen, op te lossen. Dit probleem impliceert immers dat de onafhankelijke variabelen gecorreleerd zijn met de foutenterm, wat betekent dat een gewone OLS regressie niet betrouwbaar is. Wanneer de instrumentvariabelen echter goed gekozen zijn zullen zij het deel van de exogene, onafhankelijke variabelen dat niet gecorreleerd is met de foutenterm isoleren en gebruiken om de eerste fase van 2SLS uit te voeren. Het deel dat wel met de foutenterm gecorreleerd was en dus een probleem vormde werd hierbij opgenomen in de foutenterm zelf. Op deze manier gebruiken we dus instrumentvariabelen die extra informatie geven die niet in de originele vergelijking voorkomen, maar gecorreleerd zijn met de endogene variabelen.

De instrumentvariabelen die gebruikt worden in de vergelijking van de intrestvoet zijn de leeftijd van het bedrijf en een dummy variabele gebaseerd op de Herfindahl index. Deze laatste is een indicator voor de marktmacht van banken en wordt berekend door de som van de kwadraten van alle marktaandelen te nemen. Deze variabele kan de waarde 1 aannemen als de Herfindahl index groter of gelijk is aan 1800, wat wil zeggen dat er een hoge marktconcentratie is. De variabele 'leeftijd van het bedrijf' wordt gemeten in jaren. Er wordt verwacht dat oudere bedrijven meer onderhandelingsmacht hebben en ook een sterkere track record bezitten, wat zou kunnen leiden tot een lagere intrestvoet. Daarnaast wordt er, analoog aan Steijvers en Voordeckers (2009a), een interactievariabele van de twee voorgaande variabelen toegevoegd. Er kan immers verwacht worden dat als banken geïnteresseerd zijn in jonge bedrijven en hier een lange termijn relatie mee wensen aan te gaan, dit zou leiden tot lagere intrestvoeten.

Voor zakelijke waarborgen voegen we een dummy variabele toe die aangeeft of het bedrijf in de voorbije drie jaar niet heeft kunnen voldoen aan een financiële verplichting ('default_bedrijf'). De relatie tussen zakelijke waarborgen, bedrijfsrisico en de intrestvoet wordt verwacht positief te zijn aangezien verwacht wordt dat zakelijke waarborgen de verwachte faillissementskosten kunnen doen dalen. Men verwacht dan ook een hogere kans op het geven van zakelijke waarborgen wanneer het bedrijf reeds gefaald heeft bij een vorige lening. Volgens Steijvers en Voordeckers (2009a) is deze instrumentvariabele alleen niet voldoende. Men voegt er nog variabele aan toe die gerelateerd is aan het bedrijfsrisico met name de winstgevendheid, gemeten door de ROA (return on assets).

In de vergelijking van de persoonlijke waarborg voegen we vier instrumentvariabelen toe: vorige falingen op persoonlijke verplichtingen, leeftijd van de eigenaar, percentage eigendom in handen van de grootste aandeelhouder en het aantal jaren ervaring van de eigenaar. Met het verlenen van waarborgen zal de ondernemer zijn geloof in het bedrijf en de

kredietwaardigheid proberen te signaleren aan de kredietinstelling. De signaalwaarde van persoonlijke waarborgen wordt verwacht af te nemen naarmate de CEO ouder is, meer ervaring heeft en een groot deel van het bedrijf in eigen handen heeft (Steijvers en Voordeckers, 2009a).

Hoofdstuk 8: Empirische resultaten

In sectie 8.1. zullen de resultaten van het simultane model met behulp van de methode 2SLS besproken worden. Deze resultaten werden bekomen met behulp van het softwareprogramma STATA. Hierbij werden de twee fasen van de 2SLS methode uitgevoerd. In de eerste fase werden de afhankelijke variabelen intrestvoet, zakelijke en persoonlijke waarborg bepaald met behulp van de instrumentvariabelen zoals aangegeven in voorgaande paragraaf. Deze geschatte waardes werden opgeslagen en gebruikt om de tweede fase van de 2SLS methode te voltooien. Hierbij werden de geschatte waardes van de zakelijke en persoonlijke waarborgen gebruikt als onafhankelijke variabelen bij de vergelijking van de intrestvoet. Dezelfde werkwijze werd gebruikt voor de twee andere vergelijkingen. Enkel deze laatste fase wordt als output weergegeven in deze eindverhandeling. In sectie 8.2 zullen dezelfde regressies uitgevoerd worden, maar met behulp van de OLS methode, waarbij er dus geen instrumentvariabelen werden gebruikt. De resultaten van OLS worden echter enkel gegeven ter illustratie, de resultaten van 2SLS zijn immers correcter en consistenter. In tabel 6 wordt een overzicht gegeven van de hypothesen en hun volgnummers, hetgeen het volgen van de bespreking vergemakkelijkt.

Tabel 6: Overzicht van de hypothesen

Hypothese 1a:	De oprichter-CEO van het private familiebedrijf genereert lagere agency kosten van schulden (weerspiegeld in de intrestvoet en de waarborgen) dan de externe CEO.
Hypothese 1b:	De oprichter-CEO van het private familiebedrijf genereert lagere agency kosten van schulden (weerspiegeld in de intrestvoet en de waarborgen) dan de familiale opvolger-CEO.
Hypothese 2:	De externe CEO van het private familiebedrijf genereert lagere agency kosten van schulden (weerspiegeld in de intrestvoet en de waarborgen) dan de familiale opvolger-CEO.
Hypothese 3a:	Bedrijfsgrootte is negatief gerelateerd met de kans op het verlenen van intrestvoeten.
Hypothese 3b:	Bedrijfsgrootte is negatief gerelateerd met de kans op het verlenen van persoonlijke waarborgen.
Hypothese 3c:	Bedrijfsgrootte is positief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke waarborgen.
Hypothese 4:	Bedrijfsrisico is positief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke, persoonlijke waarborgen en intrestvoeten
Hypothese 5:	Looptijd is positief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke, persoonlijke waarborgen en intrestvoeten.
Hypothese 6a:	De intrestvoet is negatief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke waarborgen.
Hypothese 6b:	De kans op het verlenen van persoonlijke waarborgen is positief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke waarborgen en intrestvoeten.
Hypothese 7:	De duur van de relatie is negatief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke, persoonlijke waarborgen en intrestvoeten
Hypothese 8:	De kredietverlening door de hoofdbankier is positief gerelateerd met de kans op het verlenen van zakelijke, persoonlijke waarborgen en intrestvoeten

8.1 Two-Stage-Least-Square (2SLS)

In tabel 7 kunnen we zien dat de intrest vergelijking en de vergelijking van de persoonlijke waarborg significant zijn op het 1% niveau met een R^2 van 0,13 en 0,09. Deze vrij lage coëfficiënten wijzen erop dat er nog andere belangrijke determinanten zijn die niet werden opgenomen in het empirisch model. Dit kunnen o.a. factoren zijn die moeilijk te meten zijn, zoals de 'softe' informatie waar we al eerder over spraken (bv. reputatie van en geloof in de ondernemer), of andere factoren waar we geen informatie over hebben zoals convenanten. Bij de vergelijking van de zakelijke waarborg werd er enkel een R^2 van 0,19 gegeven. Een Chi^2 en bijbehorend significantieniveau werden echter niet gegeven. STATA geeft aan dat ze deze informatie hebben weggelaten om zeker niet misleidend te zijn. Het is géén indicatie dat het model fout is.

De 2SLS regressie werd enkele keren uitgevoerd omwille van de dummy variabelen die de soorten CEO aangeven. Bij dummy variabelen moet je steeds één dummy variabele verwijderen uit het model om multicollineariteit te voorkomen. Zo moest er bij de drie dummy variabelen die elk een type CEO weerspiegelen steeds 1 type worden weggelaten. De overblijvende dummy variabelen moeten dan geïnterpreteerd worden t.o.v. de referentiecategorie (de weggelaten dummy). Om het effect van elk type CEO, t.o.v. een ander type, op de agency kosten van schulden na te gaan werden er dan ook drie regressies uitgevoerd met steeds een ander type als referentiecategorie. Vandaar dat er drie tabellen zijn die de 2SLS output weergeven. Tabel 7 geeft het resultaat weer met de variabele 'familiale opvolger-CEO' als referentiecategorie, dit betekent dat de resultaten van de variabele 'externe CEO' en de variabele 'oprichter-CEO' geïnterpreteerd moeten worden ten opzichte van de variabele 'familiale opvolger-CEO'. Zo kan men bijvoorbeeld zien in tabel 7 dat het familiebedrijf met een externe CEO een hogere intrestvoet zal moeten betalen ten opzichte van het familiebedrijf met een familiale opvolger als CEO aangezien er een significante positieve coëfficiënt werd gevonden. Tabel 8 geeft het resultaat weer met als referentiecategorie 'externe CEO' en in tabel 9 is 'de oprichter-CEO' de referentiecategorie, waarbij men dus steeds de resultaten van de twee andere dummy variabelen moet interpreteren t.o.v. deze referentiecategorie. Voor de bespreking van de andere variabelen, de CEO variabelen dus buiten beschouwing gelaten verwijzen we enkel naar tabel 7. Echter dezelfde informatie kan men halen uit tabel 8 en tabel 9.

Hypothese 1 stelt dat de oprichter-CEO lagere agency kosten van schulden genereert dan de externe CEO (a) en de familiale opvolger-CEO (b). Deze agency kosten van schulden worden weergegeven door de kredietvoorwaarden intrestvoet, zakelijke en persoonlijke waarborg. Echter uit de resultaten kunnen we afleiden dat deze hypothese niet volledig ondersteund kan worden voor alle agency kosten van schulden. We bekijken eerst de situatie t.o.v. de

externe CEO. Uit tabel 8 kunnen we afleiden dat de oprichter-CEO inderdaad een lagere intrestvoet verkrijgt dan de externe CEO. Dit deel van de hypothese kunnen we dan ook aanvaarden. Echter uit diezelfde tabel concluderen we dat het familiebedrijf met een oprichter-CEO meer persoonlijke waarborgen zal moeten geven dan wanneer er een externe CEO is. **Hypothese 1a** kan dus deels bevestigd worden. De oprichter-CEO genereert minder agency kosten van schulden dan de externe CEO vertaald in lagere intrestvoeten, maar anderzijds vinden we ook dat de oprichter CEO meer persoonlijke waarborgen zal moeten aanbieden dan de externe CEO.

Tabel 7: Output 2SLS waarbij de dummy variabele 'familiale opvolger-CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient

Variabele	Intrestvoet vergelijking	Persoonlijke waarborg vergelijking	Zakelijke waarborg vergelijking
Intrestvoet (fitted)	-	2.15 (1.59)	-3.42 (2.12)
Persoonlijke waarborg (fitted)	3.034 (2.03)	-	-1.08 (3.28)
Zakelijke waarborg (fitted)	1.91 (1.11)*	-1.69 (1.41)	-
Oprichter CEO	0.38 (0.41)	-0.689 (0.38)*	0.33 (0.71)
Externe CEO	0.88 (0.53)*	-1.59 (0.67)**	0.79 (1.19)
Debt-to-assets	0,026 (0.02)	-0.0533 (0.041)	0.07 (0.068)
Ln_sales	-0.28 (0.142)**	0.53 (0.505)	-0.466 (0.67)
Looptijd	-0.0026 (0.002)	0.0055 (0.003)*	-0.005(0.0044)
Ln_relatie ⁴	0.143 (0.084)*	-0.306 (0.26)	0.47 (0.34)
Hoofdbankier	0.66 (0.38)*	-1.18 (0.61)**	0.76 (0.81)
Sole proprietorship	-0.17 (0.445)	0.37 (0.42)	-0.499 (0.57)
Partnership	0.02 (0.35)	-0.05 (0.46)	0.29 (0.59)
S-corporation	-0.22 (0.236)	0.44 (0.274)	-0.58 (0.43)
Constante	5.64 (2.83)**	-16.55 (14.48)	42.23 (.)
Aantal observaties	478	478	478
F-waarde of Chi ²	4.38	48.20	.
R ²	0.131***	0.0944***	0.1985

Opmerking: Robuuste standaard errors worden gegeven tussen haakjes. Het type industrie werd ook toegevoegd als controlevariabelen op basis van de SIC-codes. Deze werden echter niet gerapporteerd. Bij de zakelijke waarborg vergelijking werd er geen Chi² waarde gegeven. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ (two-tailed).

Wanneer we de situatie bekijken van de oprichter-CEO t.o.v. de familiale opvolger merken we op dat de variabele 'oprichter-CEO' negatief significant is op het 10% niveau ten opzichte van de familiale opvolger-CEO in de persoonlijke waarborg vergelijking. Uit tabel 7 kunnen we dan besluiten dat de oprichter minder persoonlijke waarborgen moet geven dan de familiale opvolger-CEO. In verband met de zakelijke waarborgen kunnen we geen uitspraak doen omdat er geen significant effect gevonden kan worden van het type CEO op de

⁴ Naast 'Ln_relatie' werd ook de proxy Ln_relatie² getest. De resultaten veranderden echter niet significant. De output hiervan wordt dan ook niet gegeven.

zakelijke waarborg. **Hypothese 1b** kunnen we dus bevestigen, de oprichter CEO zal minder agency kosten van schulden genereren dan de familiale opvolger, weergegeven in minder persoonlijke waarborgen.

Hypothese 2, die weergeeft dat het familiebedrijf met een externe CEO betere kredietvoorwaarden verkrijgt dan wanneer een familiale opvolger CEO is, wordt ook deels ondersteund door de resultaten. De externe CEO blijkt inderdaad lagere agency kosten van schulden te genereren dan de familiale opvolger, maar enkel in de vorm van minder persoonlijke waarborgen. De variabele 'externe CEO' blijkt immers een significant negatief effect te hebben op het verlenen van de persoonlijke waarborgen op het 5% significantieniveau ten opzichte van de familiale opvolger zoals blijkt uit tabel 7. Daarnaast kan men afleiden uit dezelfde tabel dat het familiebedrijf met een externe CEO een hogere intrestvoet zal moeten betalen dan het familiebedrijf met een familiale opvolger. Hypothese 2 kunnen we dus slechts gedeeltelijk aanvaarden: het familiebedrijf met een externe CEO zal lagere agency kosten van schulden hebben in de vorm van persoonlijke waarborgen dan de familiale opvolger, maar zal hogere agency kosten van schulden hebben in de vorm van een hogere intrestvoet.

Tabel 8: Output 2SLS waarbij de dummy variabele 'externe-CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.

Variabele	Intrestvoet vergelijking	Persoonlijke waarborg vergelijking	Zakelijke waarborg vergelijking
Intrestvoet (fitted)	-	2.15 (1.59)	-2.42 (2.13)
Persoonlijke waarborg (fitted)	3.043 (2.03)	-	-0.108 (3.28)
Zakelijke waarborg (fitted)	1.91 (1.11)*	-1,69 (1.41)	-
Oprichter CEO	-0,49 (0.29)*	0.90 (0.47)*	-0.459 (0.69)
Familiale opvolger	-0.88 (0.53)*	1.59 (0.68)**	-0.79 (1.19)
Debt-to-assets	0,0263 (0.02)	-0.0533 (0.042)	0.0748 (0.688)
Ln_sales	-0.27 (0.142)**	0.53 (0.505)	-0.466 (0.67)
Looptijd	-0.00268 (0.002)	0.005 (0.003)*	-0.005 (0.004)
Ln_relatie	0.143 (0.084)*	-0.306 (0.26)	0.47 (0.34)
Hoofdbankier	0.66 (0.38)*	-1.18 (0.605)**	0.76 (0.81)
Sole proprietorship	-0.17 (0.445)	0.37 (0.42)	-0.499 (0.57)
Partnership	0.0255 (0.35)	-0.05 (0.46)	0.29 (0.59)
S-corporation	-0.22 (0.23)	0.44 (0.274)	-0.58 (0.43)
Constante	6.52 (2.51)**	-18.14 (15.09)	43.02 (.)
Aantal observaties	478	478	478
F-waarde of Chi ²	4.38	48.20	.
R ²	0.1310***	0.0944***	0.1985

Opmerking: Robuuste standaard errors worden gegeven tussen haakjes. Het type industrie werd ook toegevoegd als controlevariabelen op basis van de SIC-codes. Deze werden echter niet gerapporteerd. Bij de zakelijke waarborg vergelijking werd er geen Chi² waarde gegeven. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ (two-tailed).

Uit deze resultaten kunnen we dus besluiten dat het familiebedrijf met een externe CEO minder persoonlijke waarborgen aanbiedt, maar een hogere intrestvoet betaalt dan wanneer er een familiale CEO is (oprichter of familiale opvolger). Het is eerder verrassend dat dit ten opzichte van beide familiale CEO's het geval is. De lange termijn visie van een familiale CEO waardoor verwacht kan worden dat het conflict tussen het familiebedrijf en de bankier kleiner is, blijkt dan ook enkel voordelig te zijn voor de intrestvoet.

Hiervoor zouden een aantal verklaringen gegeven kunnen worden. Ten eerste zou dit een indicatie kunnen zijn dat de externe CEO inderdaad een aantal waardevolle kwaliteiten bezit, zoals vermeld door o.a. Mitchell, Morse en Sharma (2003). De externe CEO kan in de vaak emotionele context van het familiebedrijf de rationele factor zijn. Hierdoor zou hij een tegengewicht kunnen betekenen in de mogelijke spanningen in het familiebedrijf. Uit de literatuur bleek ook dat de externe CEO vaak hoger geschoold is en meer ervaring heeft dan een familiale CEO. Hij zou het bedrijf competitiever en innovatiever kunnen maken. Ook de conclusies van Davis, Schoorman & Donaldson (1997) worden hierbij bevestigd die stelt dat de bankier (een belangrijke stakeholder) meer vertrouwen heeft in een externe CEO. De agency problemen die er bij een familiebedrijf kunnen ontstaan ten gevolge van altruïsme en risk-shifting zal de bankier dus proberen op te vangen door meer persoonlijke waarborgen te vragen. Deze agency problemen blijken dan ook zwaarder door te wegen bij de kredietbeslissing dan de traditionele agency kosten die ontstaan tussen de externe CEO en de familiale aandeelhouders. Uit onze studie blijkt immers dat men bij een externe CEO minder persoonlijke waarborgen zal vragen, wat een sterk signaal kan betekenen aangezien uit studies blijkt dat persoonlijke waarborgen meer gebruikt worden omwille van hun sterk disciplinerend effect (Steijvers en Voordeckers, 2009b). Dit zou kunnen wijzen op het feit dat er een sterk geloof is in het familiebedrijf dat met hun vaak geconcentreerd aandeelhouderschap een sterk corporate governance mechanisme kan betekenen bij een externe CEO en persoonlijke waarborgen hier minder nodig is.

De resultaten kunnen echter ook te verklaren zijn door het feit dat een externe CEO niet bereid is zich persoonlijk borg te stellen voor een bedrijf waarin hij geen aandelen bezit. Hij loopt immers het risico om zijn persoonlijke bezittingen kwijt te spelen. Daarnaast kan men zich afvragen of de eigenaar van het familiebedrijf bereid is zich te binden met een persoonlijke waarborg als er een externe CEO verantwoordelijk is voor het management. De eigenaar zou hier immers een groot risico nemen voor iets wat hij niet volledig zelf in handen heeft.

Tenslotte zouden deze resultaten ook kunnen wijzen op het geloof van de bankier dat de externe CEO zich eerder als een steward zal gedragen i.p.v. een agent. Dit zal immers kunnen leiden tot betere prestaties wat kan leiden tot een sterker geloof in de kredietwaardigheid met als gevolg het verlenen van minder persoonlijke waarborgen.

Uit de resultaten bleek ook dat de oprichter-CEO minder persoonlijke waarborgen zal moeten geven dan de familiale opvolger zoals bleek uit de bespreking van hypothese 1b. Hiermee worden de studies bevestigd die wijzen op de altruïsme problemen die sterker zijn bij een familiale opvolger dan bij de oprichter (o.a. Steijvers et al., 2007). De familiale opvolger die vaak gekozen wordt uit een beperkte groep blijkt uit onderzoek vaak minder kwaliteiten te bevatten (Morck et al., 1988; Mishra & McCounaughy, 1999 ; Gomez-Mejia et al., 2001; Anderson et al., 2003b). Uit ons onderzoek blijkt dan ook dat de bankier strengere kredietvoorwaarden zal stellen bij de familiale opvolger in de vorm van meer persoonlijke waarborgen.

Hypothese 3a stelt dat bedrijfsgrootte negatief gerelateerd is met de kans op het verlenen van intrestvoeten. De grootte van de onderneming weergegeven door de variabele Ln_sales, blijkt uit onze resultaten inderdaad negatief gerelateerd te zijn aan het verlenen van een hogere intrestvoet. Hypothese 3a wordt hierbij statistisch ondersteund op het 5% significantieniveau, deze hypothese kunnen we dus bevestigen. Uit deze resultaten blijkt dat de bedrijfsgrootte een sterk informatie asymmetrie verminderend instrument kan zijn. Dit bevestigt de resultaten van o.a. Cowling en Westhead (1996) die beweren dat kleine bedrijven met hogere kosten van schulden te kampen hebben. **Hypothese 3b** stelt dat bedrijfsgrootte negatief gerelateerd is met de kans op het verlenen van persoonlijke waarborgen. Hiervoor vinden we echter het tegenovergestelde teken dan verwacht, maar dit effect wordt niet significant bevonden. Ook **hypothese 3c**, die stelt dat bedrijfsgrootte positief gerelateerd is met de kans op het verlenen van zakelijke waarborgen, kunnen we niet bevestigen. Dit in tegenstelling tot studies zoals Lehmann en Neuberger (2001) en Menkhoff et al. (2006) die een significant negatief effect vonden tussen de grootte en waarborgverlening. Deze studies maakten echter geen onderscheid tussen de persoonlijke en zakelijke waarborgen en pasten 2SLS niet toe.

Tabel 9: Output 2SLS waarbij de dummy variabele 'oprichter-CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.

Variabele	Intrestvoet vergelijking	Persoonlijke waarborg vergelijking	Zakelijke waarborg vergelijking
Intrestvoet (fitted)	-	2.15 (1.59)	-3.42 (2.12)
Persoonlijke waarborg (fitted)	3.034 (2.037)	-	-1.08 (3.28)
Zakelijke waarborg (fitted)	1.91 (1.11)*	-1.69 (1.41)	-
Externe CEO	0.49 (0.29)*	-0.904 (0.47)*	0.45 (0.69)
Familiale opvolger	-0.38 (0.41)	0.68 (0.38)*	-0.33 (0.71)
Debt-to-assets	0.26 (0.02)	-0.05 (0.04)	0.074 (0.068)
Ln_sales	-0.27 (0.141)**	0.53 (0.505)	-0.466 (0.67)
Looptijd	-0.0026 (0.002)	0.05 (0.003)*	-0.005 (0.004)
Ln_relatie	0.14 (0.084)*	-0.306 (0.26)	0.47 (0.343)
Hoofdbankier	0.66 (0.38)*	-1.18 (0.605)**	0.76 (0.81)
Sole proprietorship	-0.17 (0.445)	0.37 (0.427)	-0.499 (0.57)
Partnership	0.0255 (0.35)	-0.05 (0.46)	0.29 (0.595)
S-corporation	-0.22 (0.23)	0.44 (0.274)	-0.58 (0.434)
Constante	6.0277 (2.62)**	-15.13 (14.48)	42.56 (.)
Aantal observaties	478	478	478
F-waarde of Chi ²	4.38	48.20	.
R ²	0.1310***	0.0944***	0.1985

Opmerking: Robuuste standaard errors worden gegeven tussen haakjes. Het type industrie werd ook toegevoegd als controlevariabelen op basis van de SIC-codes. Deze werden echter niet gerapporteerd. Bij de zakelijke waarborg vergelijking werd er geen Chi² waarde gegeven. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ (two-tailed).

Hypothese 4 geeft weer dat bedrijfsrisico positief gerelateerd is met de kans op het verlenen van zakelijke, persoonlijke waarborgen en intrestvoeten. In tabellen 7, 8 en 9 wordt bedrijfsrisico weergegeven door 'Debt-to-assets' ratio. Hierbij vinden we echter geen significant resultaat.

In **hypothese 5** verwachten we dat de looptijd van de lening positief gerelateerd is met de kredietvoorwaarden. We vinden inderdaad een positief verband tussen de persoonlijke waarborg en de looptijd op significantieniveau 10%. Dit wijst erop dat het risico dat gepaard gaat met het verlenen van een lange termijn lening opgevangen zal worden door het vragen van persoonlijke waarborgen. Dit zou ook kunnen wijzen op een eventueel substitutie-effect tussen persoonlijke waarborgverlening en korte termijn leningen. Brick en Palia (2007) en Steijvers en Voordeckers (2009a) maakten ook gebruik van 2SLS, maar vonden geen significante relatie tussen de persoonlijke waarborg en de looptijd.

Recente studies vinden dat de intrestvoet en de zakelijke waarborg gezien kunnen worden als substituten (Steijvers en Voordeckers, 2009a). Wij vinden echter net zoals Brick en Palia een positief significant effect van de zakelijke waarborg op de intrestvoet vergelijking, maar niet van de intrestvoet op de zakelijke waarborgvergelijking. We vinden dus, in tegenstelling

tot Steijvers en Voordeckers (2009a) en weergegeven in **hypothese 6a**, geen substitutie-effect, maar een positief verband tussen de zakelijke waarborg en de intrestvoet. Dit wijst er eerder op dat banken intrestvoeten en zakelijke waarborgen zien als twee aparte mechanismen. Dit zou er op kunnen wijzen dat banken hun intrestvoet verhogen tot een bepaalde maximum intrestvoet, om zo de kans op faling niet te verhogen, en hier bovenop nog zakelijke waarborgen kunnen vragen om zo de kans op agency problemen te verminderen. Deze redenering werd ook al aangehaald in de studie van Brick en Palia (2007). Hypothese 6a wordt hierbij verworpen. Over **hypothese 6b**, die weergeeft dat de kans op het verlenen van persoonlijke waarborgen positief gerelateerd is met de kans op het verlenen van zakelijke waarborgen en intrestvoeten, kunnen we echter geen uitspraak doen. De resultaten geven immers geen significant effect tussen de persoonlijke waarborg en de andere kredietvoorwaarden.

De twee laatste hypothesen handelden over relatiebankieren. De relatie tussen de familieonderneming en de bankier werd weergegeven door een variabele 'duur van de relatie' en een variabele 'hoofdbankier' die de exclusiviteit van de relatie weergeeft. Voor **hypothese 7**, die stelt dat de duur van de relatie negatief gerelateerd is met de kredietvoorwaarden, vinden we een ander effect dan vooropgesteld. De duur van de relatie blijkt positief gerelateerd te zijn met het verlenen van de intrestvoet. Dit effect is significant op 10%, waarmee we hypothese 7 verwerpen. Dit is consistent met Boot (2000) en Hernández-Cánovas en Martínez-Solano (2006) die het effect van de duur van de relatie op de kredietvoorwaarden onderzochten in Europese context. Echter de meeste studies die Amerikaanse bedrijven onderzochten vonden dat een langere relatie betere kredietvoorwaarden tot gevolg had (Berger and Udell, 1995; Harhoff and Körting, 1998; Degryse and Van Cayseele, 2000; Chakraborty and Hu, 2006; Jiménez et al., 2006; Brick and Palia, 2007 en Steijvers en Voordeckers, 2009a). Echter enkel Brick en Palia (2007) en Steijvers en Voordeckers (2009a) bestudeerden ook kredietlijnen aan de hand van een simultaan model met 2SLS, beide studies vonden echter, in tegenstelling tot onze resultaten, een negatieve relatie tussen de relatie met de bank en de intrestvoet.

In **hypothese 8** verwachten we dat de kredietverlening door de hoofdbankier positief gerelateerd is met de kans op het verlenen van zakelijke, persoonlijke waarborgen en intrestvoeten. Deze hypothese kunnen we echter slechts gedeeltelijk bevestigen. Immers het verkrijgen van een lening van de hoofdbankier blijkt uit onze resultaten enkel positief gerelateerd te zijn met de kans op het verlenen van hogere intrestvoeten. Deze resultaten zijn consistent met de meerderheid van de literatuur (e.g. Machauer en Weber, 1998; Degryse en Van Cayseele, 2000; Elsas en Krahn, 2000; Lehmann en Neuberger, 2001; Menkhoff et al., 2006; Hernández-Cánovas en Martínez-Solano, 2006; Voordeckers en Steijvers, 2006). In tegenstelling tot hypothese 8, vinden we voor de persoonlijke

waarborgen een significant *negatief* effect van de hoofdbankier. Steijvers en Voordeckers (2009a) die ook gebruik maakten van 2SLS vonden echter een significant positief effect. Hypothese 8 kunnen we dus slechts gedeeltelijk aanvaarden: kredietverlening door de hoofdbankier blijkt positief gerelateerd te zijn met de intrestvoet, maar negatief met de persoonlijke waarborg. Voor de zakelijke waarborg vonden we geen significant effect waardoor we hiervoor geen uitspraak kunnen doen.

Uit beide resultaten blijkt dus dat 'de relatie' met de bankier (weergegeven door de duur en de exclusiviteit) positief gerelateerd is met het verlenen van intrestvoeten. Dit wijst erop dat zowel in lange relaties als in exclusieve relaties (verlening door de hoofdbankier) de bankier misbruik maakt van zijn macht door hogere intrestvoeten te vragen. Verlening door de hoofdbankier brengt echter wel als voordeel mee dat er minder persoonlijke waarborgen gegeven zullen worden. De bankier maakt dus enkel misbruik van zijn macht door het verhogen van de intrestvoeten.

8.2 Ordinary Least Square en de vergelijking met 2SLS

Hoewel 2SLS de aangewezen methode is om dit empirisch probleem aan te pakken, geven we ook de resultaten van OLS weer. Immers in de meeste voorgaande studies werden de kredietvoorwaarden onderzocht aan de hand van de Ordinary Least Square methode (o.a. Cowling, 1999). Hierbij werd er dus geen rekening gehouden met de simultane bepaling van de kredietvoorwaarden. In onderstaande paragraaf zullen we de resultaten bekijken die verkregen werden met OLS en kort vergelijken met 2SLS. Deze methode werd zoals net vermeld vroeger meestal gebruikt. Deze geeft echter niet dezelfde resultaten als 2SLS. De resultaten die simultaan met 2SLS werden bepaald zijn consistent. Ook voor OLS werden de regressies drie maal uitgevoerd omwille van de dummy variabelen. Zo geeft tabel 10 het resultaat weer met de variabele 'familiale opvolger-CEO' als referentiecategorie. Tabel 11 geeft het resultaat weer met als referentiecategorie 'externe CEO' en in tabel 12 is 'de oprichter' de referentiecategorie, waarbij men dus steeds de resultaten van de twee andere dummy variabelen moet interpreteren t.o.v. deze referentiecategorie. Voor de bespreking van de variabelen, de CEO variabelen buiten beschouwing gelaten, verwijzen we enkel naar tabel 10. Echter dezelfde informatie kan men halen uit tabel 11 en tabel 12.

Wanneer we tabel 7 en tabel 10 vergelijken zien we dat de R^2 voor zowel de 2SLS methode als voor de OLS methode voor de intrestvoet vergelijking 0,13 bedraagt. In tabel 10, die de resultaten van OLS weergeeft, merken we ook op dat bij de vergelijking van de intrestvoet er drie variabelen significant zijn. Zo blijkt zakelijke waarborg en de duur van de relatie, weergegeven door $\ln_relatie$, positief gerelateerd te zijn met de intrestvoet. \ln_sales , dat de grootte van het bedrijf weergeeft, blijkt negatief gerelateerd te zijn met de intrestvoet op

significantieniveau 1%. 2SLS gaf ons gelijkaardige resultaten echter hier waren ook de variabele 'hoofdbankier' en 'externe CEO' significant in tegenstelling tot het resultaat van OLS. Ook het significantieniveau voor zakelijke waarborg en Ln_sales verschilt bij beide methoden. De zakelijke waarborg is sterker significant bij OLS met een significantieniveau van 5% in vergelijking met het 10% niveau bij 2SLS. Ook Ln_sales is sterker significant bij OLS met een significantieniveau van 1% in vergelijking met het 5% niveau bij 2SLS.

Ondanks het feit dat we, wat deze variabelen betreft, bij beide methoden dezelfde conclusies kunnen trekken betreffende de hypothesen is het opvallend dat het effect van zakelijke waarborg veel sterker is bij 2SLS. De beta coëfficiënt (1,91 bij 2SLS versus 0,61 bij OLS) en de bijbehorende standaard error (1,11 bij 2SLS versus 0,29 bij OLS) zijn hoger bij 2SLS. Voor de andere twee variabelen zijn de betcoëfficiënten gelijkaardig. De standaard errors zijn echter meestal hoger bij 2SLS.

Tabel 10: Output OLS waarbij de dummy variabele 'familiale opvolger-CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.

Variabele	Intrestvoet vergelijking	Persoonlijke waarborg vergelijking	Zakelijke waarborg vergelijking
Intrestvoet	-	0.1015 (0,07)	0,,13 (0.086)
Persoonlijke waarborg	0.329 (0,219)	-	-3.5 (0,49)***
Zakelijke waarborg	0.61 (0,293)**	-3.54 (0,49)***	-
Oprichter CEO	0,14 (0,36)	-0.48 (0.359)	-0.24 (0.56)
Externe CEO	0,408 (0,4001)	-1.11 (0.469)**	-1.005 (0,75)
Debt-to-assets	0,017 (0.021)	-0.03 (0.04)	-0.033 (0.1002)
Ln_sales	-0.33 (0.059)***	-0.0064 (0.084)	0.59 (0.122)***
Looptijd	0.0012 (0.001)	0.003 (0.002)	0.000 (0.003)
Ln_relatie ⁵	0.15 (0.083)*	-0.0022 (0.107)	-0,14 (0.16)
Hoofdbankier	0.34 (0.32)	-0,86 (0.416)**	-0.46 (0.72)
Sole proprietorship	-0.016 (0.347)	0.05 (0.47)	-0.37 (0.45)
Partnership	0.057 (0.35)	0.05 (0.47)	-0.0005(0.65)
S-corporation	-0.0833 (0.19)	0.27 (0.255)	-0.24 (0.395)
Constante	8.747 (1.5)***	2.996 (1.88)	11.508 (.)
Aantal observaties	478	478	478
F-waarde of Chi ²	4.52	86.52	.
R ²	0.1340***	0.25***	0.4282

Opmerking: Robuuste standaard errors worden gegeven tussen haakjes. Het type industrie werd ook toegevoegd als controlevariabelen op basis van de SIC-codes. Deze werden echter niet gerapporteerd. Bij de zakelijke waarborg vergelijking werd er geen Chi² waarde gegeven. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ (two-tailed).

⁵ Naast de Ln_relatie werd het OLS model ook getest met de variabele 'relatie' en 'Ln_relatie²'. De resultaten veranderen hierdoor niet en worden dan ook niet weergegeven

Bij de persoonlijke waarborg vergelijking zien we dat R^2 sterk verschilt tussen de twee modellen (0,09 bij 2SLS versus 0,25 bij OLS). Beide modellen zijn wel significant op het 1% niveau. Volgens de OLS methode zijn er drie variabelen significant zoals weergegeven in tabel 10. Zowel de variabele 'zakelijke waarborg' als 'externe CEO' en 'hoofdbankier' blijken negatief gerelateerd te zijn met de persoonlijke waarborg. De variabelen 'externe CEO' en 'hoofdbankier' zijn ook significant bij 2SLS, de variabele 'zakelijke waarborg' is echter niet significant bij 2SLS. Daarnaast zijn ook de variabelen 'oprichter CEO' en 'looptijd' significant bij 2SLS, maar niet bij OLS.

Tabel 11: Output OLS waarbij de dummy variabele 'externe CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.

Variabele	Intrestvoet vergelijking	Persoonlijke waarborg vergelijking	Zakelijke waarborg vergelijking
Intrestvoet	-	0.101 (0.07)	0.13 (0.087)
Persoonlijke waarborg	0.329 (0,219)	-	-3.5 (0.49)***
Zakelijke waarborg	0,61 (0.293)**	-3.53 (0.49)***	-
Oprichter CEO	-0.267 (0,23)	0.64 (0.36)*	0.76 (0.55)
Familiale opvolger CEO	-0,408 (0,4001)	1.11 (0.469)**	1.005 (0.75)
Debt-to-assets	0.017 (0.02)	-0.30 (0.041)	0.033 (0.1002)
Ln_sales	-0.33 (0.059)***	-0.006 (0.084)	0.59 (0.122)***
Looptijd	-0.001 (0.0016)	0.003 (0.002)	0.0000 (0.003)
Ln_relatie	0.1535 (0.0834)*	0.002(0.107)	-0.14 (0.15)
Hoofdbankier	0.34 (0.32)	-0.86 (0.412)**	-0.46 (0.72)
Sole proprietorship	-0.016 (0.347)	0.38 (0.44)	-0.375 (0.456)
Partnership	0.057 (0.352)	0.053 (0.47)	-0.0005 (0.65)
S-corporation	-0.0833 (0.19)	0.26 (0.255)	-0.24 (0.39)
Constante	9.155 (1.469)***	1.877 (1.9)	10.502 (.)
Aantal observaties	478	478	478
F-waarde of Chi ²	4.52	86.52	.
R ²	0.1340***	0.2544***	0.4282

Opmerking: Robuuste standaard errors worden gegeven tussen haakjes. Het type industrie werd ook toegevoegd als controlevariabelen op basis van de SIC-codes. Deze werden echter niet gerapporteerd. Bij de zakelijke waarborg vergelijking werd er geen Chi² waarde gegeven. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ (two-tailed)

In tabel 10 zien we bij de zakelijke waarborg vergelijking dat de variabele 'persoonlijke waarborg' een negatief significant verband kent met de zakelijke waarborg. Ln_sales blijkt een positief verband te hebben met de zakelijke waarborg op significantieniveau 1%. Deze significante effecten werden niet teruggevonden bij 2SLS. De R^2 verschilt ook hier vrij sterk (0,21 bij 2SLS versus 0,43 bij OLS). Bij beide modellen ontbreekt het significantieniveau.

Wanneer we ons verder focussen op het effect van het type CEO merken we op bij tabel 11 dat de variabele 'oprichter' een positief effect heeft op het verlenen van persoonlijke

waarborgen. Hieruit kunnen we afleiden dat de oprichter meer persoonlijke waarborgen zal moeten geven dan de externe CEO. Deze informatie kunnen we ook halen uit tabel 12 waarbij de situatie van de externe CEO t.o.v. de oprichter CEO wordt bekeken. Uit tabel 11 blijkt ook de variabele 'familiale opvolger-CEO' een positief effect heeft op de persoonlijke waarborg. Dit betekent dat ook de familiale opvolger-CEO ook meer persoonlijke waarborgen zal moeten geven dan de externe CEO. Deze informatie kunnen we ook halen uit tabel 10 waarbij de externe CEO bekeken wordt t.o.v. de familiale opvolger. Dezelfde significante effecten vinden we ook terug bij 2SLS. Echter 2SLS geeft ons meer informatie over het effect van het type CEO op de kredietvoorwaarden. Uit tabel 9 blijkt dat het familiebedrijf met een familiale opvolger als CEO meer persoonlijke waarborgen zal moeten geven dan wanneer de oprichter CEO is. Het familiebedrijf met een externe CEO daarentegen zal een hogere intrestvoet moeten betalen dan het familiebedrijf waarbij de oprichter of een familiale opvolger deze taak op zich neemt zoals blijkt uit tabel 7 en 9. Deze resultaten komen niet tot uiting bij OLS.

Tabel 12: Output OLS waarbij de dummy variabele 'oprichter CEO' werd weggelaten en dus als referentiecategorie dient.

Variabele	Intrestvoet vergelijking	Persoonlijke waarborg vergelijking	Zakelijke waarborg vergelijking
Intrestvoet	-	0.101 (0.07)	0.133 (0.0868)
Persoonlijke waarborg	0.329 (0,219)	-	-3.5 (0.49)***
Zakelijke waarborg	0.61 (0,29)**	-3,54 (0.49)***	-
Externe CEO	0.267 (0,23)	-0.64 (0.36)*	-0.76 (0.55)
Familiale opvolger CEO	-0.14 (0.36)	0.479 (0.359)	0.24 (0,56)
Debt-to-assets	0.017 (0.021)	-0.03 (0.0021)	0.033 (0.1002)
Ln_sales	-0.33 (0.059)***	-0.006 (0.084)	0,59 (0.122)***
Looptijd	-0.001 (0.001)	0.03 (0.0021)	0.000015 (0.003)
Ln_relatie	0.15 (0.083)*	0.002 (0.107)	-0,14 (0.16)
Hoofdbankier	0.34 (0.32)	-0,86 (0.41)**	-0.46 (0.72)
Sole proprietorship	-0.016 (0.34)	0.38 (0.44)	-0.37 (0.45)
Partnership	0.057 (0.35)	0.0537 (0.47)	-0.005 (0.65)
S-corporation	-0.083 (0.19)	0.267 (0.255)	-0.24 (0.39)
Constante	8.887 (1.43)***	2.517 (1.84)	11.26 (.)
Aantal observaties	478	478	478
F-waarde of Chi ²	4.52	86.52	.
R ²	0.1340***	0.2544***	0.4282

Opmerking: Robuuste standaard errors worden gegeven tussen haakjes. Het type industrie werd ook toegevoegd als controlevariabelen op basis van de SIC-codes. Deze werden echter niet gerapporteerd. Bij de zakelijke waarborg vergelijking werd er geen Chi² waarde gegeven. * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$ (two-tailed).

We kunnen uit deze korte vergelijking besluiten dat de resultaten het grootst verschillen bij de kredietvoorwaarden. Dit was ook te verwachten aangezien deze in het ene model

simultaan werden bepaald en in het andere niet. Zo vinden we bij OLS meer significante relaties tussen de drie variabelen, maar bij 2SLS enkel tussen de zakelijke waarborg en de intrestvoet. Hierbij merken we wel op dat OLS de resultaten eerder onderschat zoals weergegeven wordt door de beta-coëfficiënt van de zakelijke waarborg in de intrestvergelijking die relatief groter is bij 2SLS. Bij OLS wordt er immers geen rekening gehouden met de onderlinge afhankelijkheid van de drie afhankelijke variabelen waardoor ze gecorreleerd zijn met de foutenterm en er 'omitted variable bias' zou kunnen ontstaan. Ook de informatie over het type CEO is veel groter wanneer we het simultaan model gebruiken.

Beide modellen leiden grotendeels wel tot dezelfde besluiten wat betreft de hypothesen. 2SLS geeft echter meer informatie over het effect van het type CEO en de variabele hoofdbankier. Merk wel op dat bij de onafhankelijke variabelen de betcoëfficiënten vrij gelijkaardig zijn bij beide modellen, maar dat de standaard errors steeds hoger zijn bij 2SLS. Dit wijst erop dat de variantie hoger is bij 2SLS, maar zij levert wel consistentere resultaten op. We wijzen er nogmaals op dat 2SLS de juiste methode is en dat OLS enkel ter illustratie wordt weergegeven.

Hoofdstuk 9: De algemene conclusies

In dit laatste hoofdstuk vindt er een terugkoppeling plaats naar de onderzoeksvragen opgesteld in hoofdstuk 1. In deze eindverhandeling zochten we immers naar een antwoord op de vraag: *“Wat is het effect van het type CEO op de agency kosten van schulden bij private familiebedrijven?”*. Om dit academisch probleem aan te pakken werd er eerst een literatuurstudie uitgevoerd. Deze en de hieruit afgeleide hypothesen worden weergegeven in hoofdstuk 2 tot en met hoofdstuk 6. In dit laatste hoofdstuk worden er echter conclusies getrokken uit de empirische studie die werd weergegeven en besproken in hoofdstuk 7 en 8. Om het empirische model te testen werd er gebruik gemaakt van de 2SLS techniek. Uit de literatuurstudie is immers gebleken dat de kredietvoorwaarden simultaan worden bepaald door de financiële instelling en dat er interdependenties bestaan tussen de kredietvoorwaarden. De 2SLS methode met instrumentvariabelen laat ons toe hiermee om te gaan. Het empirische model werd ook getest aan de hand van OLS. Echter aangezien deze geen rekening houdt met de simultaneïteit, zijn deze resultaten inconsistent. De OLS output werd dan ook enkel gegeven ter illustratie en de resultaten die hieruit voortvloeiden worden dan ook niet gebruikt om de conclusies te formuleren. Alle conclusies zijn gebaseerd op de resultaten van 2SLS.

Om een antwoord te vinden om de centrale onderzoeksvraag werd het type CEO ingedeeld in drie soorten: de oprichter-CEO, de familiale opvolger-CEO en de externe CEO. Dergelijke opdeling leidt naar de volgende drie deelvragen:

1. *Wat is het effect van een oprichter-familiale CEO versus een opvolger- familiale CEO op de agency kosten van schulden bij private familiebedrijven?*
2. *Wat is het effect van een oprichter-familiale CEO versus een externe CEO op de agency kosten van schulden bij private familiebedrijven?*
3. *Wat is het effect van een opvolger-familiale CEO versus een externe CEO op de agency kosten van schulden bij private familiebedrijven?*

Uit de empirische studie kunnen we concluderen dat er wel degelijk een effect is van het type CEO op de agency kosten van schulden, weergegeven in de kredietvoorwaarden. Het effect is echter niet hetzelfde bij de verschillende kredietvoorwaarden.

Betreffende de eerste deelvraag kunnen we concluderen dat een oprichter-CEO minder persoonlijke waarborgen zal moeten geven dan een opvolger-CEO. Dit kan erop wijzen dat de altruïsme problemen aanwezig in het familiebedrijf inderdaad sterker zijn bij een familiale opvolger- CEO dan bij een oprichter- familiale -CEO, zoals Steijvers et al. (2007) reeds aangaf. De familiale opvolger wordt ook vaak gekozen uit een beperkte groep van

kandidaten en wordt eerder aangenomen omwille van zijn familiale band en niet omwille van zijn kwaliteiten. Uit onze studie blijkt dan ook dat de bankier minder vertrouwen lijkt te hebben in de kwaliteiten van een familiale opvolger CEO t.o.v. de oprichter en hierdoor zal hij gebruik maken van de sterk disciplinerende kredietvoorwaarde, persoonlijke waarborg. Binnen het kader van 'de familiale CEO' merken we dus dat de oprichter inderdaad een aantal unieke kwaliteiten bezit en er een sterker geloof is van de bankier in zijn kunnen. Er werd geen significant resultaat gevonden bij de andere twee kredietvoorwaarden, intrestvoet en zakelijke waarborg.

Betreffende de tweede deelvraag kunnen we concluderen dat het effect van een oprichter-CEO t.o.v. een externe CEO negatief is voor de intrestvoet, maar positief voor de persoonlijke waarborg. Immers een oprichter-CEO zal een lagere intrestvoet moeten betalen, maar meer persoonlijke waarborgen moeten aanbieden dan in het geval van een externe CEO. Dit zou kunnen wijzen op een vertrouwen van de bankier in de kwaliteiten van een externe CEO waardoor er minder behoefte is aan het gebruik van persoonlijke waarborgen. We kunnen ons echter de vraag stellen of het de bankier is die beslist om minder persoonlijke waarborgen te vragen bij een externe CEO of er geen bereidheid is tot het geven van persoonlijke waarborgen door de externe CEO of familiale eigenaars. Immers een externe CEO zal niet altijd bereid zijn om zich persoonlijk garant te stellen voor een bedrijf waarvan hijzelf geen eigenaar is. Ook de familiale eigenaars lopen een groot risico wanneer ze zich persoonlijk garant stellen, maar het management uit handen geven. Het gebrek aan bereidheid tot het geven van persoonlijke waarborgen zou dan kunnen leiden tot het vragen van een hogere intrestvoet zoals blijkt uit de resultaten. Er werd geen significant resultaat gevonden bij de kredietvoorwaarde zakelijke waarborg.

De derde deelvraag peilt naar het effect van een familiale opvolger-CEO versus een externe CEO. hieruit kunnen we concluderen dat het effect gelijkaardig is als het effect van een oprichter CEO versus een externe CEO. De resultaten geven immers ook hier weer dat een externe CEO een hogere intrestvoet zal verkrijgen, maar minder persoonlijke waarborgen moet aanbieden dan een familiale CEO. Ook hier zou dit kunnen wijzen op het geloof van de bankier in de kwaliteiten van de externe CEO. Hij is immers vaak hoger opgeleid en heeft vaak meer ervaring dan de familiale opvolger-CEO. Echter ook hier kunnen we de vraag stellen of deze resultaten eerder wijzen naar het feit dat de externe CEO en/of de familiale eigenaars in de situatie dat een externe CEO het management op zich neemt, niet bereid zijn een persoonlijke waarborg aan te bieden. Er werd geen significant resultaat gevonden bij de kredietvoorwaarde zakelijke waarborg.

Uit deze drie deelvragen kunnen we dus besluiten dat er wel degelijk een effect is van het type CEO op de agency kosten van schulden. Beide familiale CEO 's (oprichter en opvolger) zullen meer persoonlijke waarborgen moeten aanbieden, maar een lagere intrestvoet betalen. Het feit dat het effect van beide familiale CEO's t.o.v. de externe CEO hetzelfde is wil niet zeggen dat een onderscheid niet nodig is. Immers wanneer we beide familiale CEO's vergelijken merken we op dat de familiale opvolger meer persoonlijke waarborgen zal moeten aanbieden dan de oprichter-CEO. De familiale opvolger zal dus t.o.v. beide andere types steeds meer persoonlijke waarborgen moeten aanbieden. Dit kan ons verder inzicht leveren in de financieringspolitiek van private familiebedrijven. De pecking order theorie stelt dat wanneer het bedrijf nood heeft aan kapitaal, maar de reserves en het kapitaal van familie en vrienden niet voldoende is, het bedrijf gebruik zal maken van externe financiering. Schulze et al. (2003) vond dat bankfinanciering afnam bij familiebedrijven in de tweede generatie, met hierbij waarschijnlijk een familiale opvolger als CEO. Dit komt omdat het in deze situatie moeilijker is om de belangen op eenzelfde lijn te krijgen. Deze studie wijst uit dat een bankier zal omgaan met het agency probleem door meer persoonlijke waarborgen te vragen aan een familiebedrijf met een familiale opvolger CEO dan een oprichter-CEO. Echter deze familiale opvolgers en de eigenaars zullen niet steeds bereid zijn zich persoonlijk garant te stellen aangezien de acties van een familielid de welvaart en de persoonlijke activa van de andere aantasten. Dit zou wel eens kunnen leiden tot het vermijden van bankfinanciering omwille van de hogere persoonlijke waarborgen. Dit zou er dus op kunnen wijzen dat familiebedrijven waar ook het management in handen is van de familie ontmoedigd raken door de persoonlijke waarborgen en bankfinanciering zullen vermijden. Dit kan zeker het geval zijn met een opvolger als CEO, maar ook bij de stichter kan dit een probleem zijn aangezien ook zij meer persoonlijke waarborgen moet bieden dan de externe CEO.

Naast deze drie deelvragen werden er ook een aantal hypothesen getest die peilden naar het effect van andere determinanten op de agency kosten van schulden. Uit de empirische studie blijkt dat een aantal factoren de agency kosten van schulden positief beïnvloeden. Zo blijkt de zakelijke waarborg een positieve relatie te hebben met de intrestvoet. Dit zou er op kunnen wijzen dat banken hun intrestvoet verhogen tot een bepaalde maximum intrestvoet, om zo de kans op falen niet te verhogen, en hier bovenop nog zakelijke waarborgen kunnen vragen om zo de kans op agency problemen te verminderen. Daarnaast blijken ook de lengte en de exclusiviteit van de relatie een positieve relatie te hebben met de intrestvoet. Hieruit kunnen we concluderen dat de bankier misbruik maakt van zijn macht die hij verkrijgt in een exclusieve en/of lange relatie door de intrestvoet te verhogen. De macht die hij verkrijgt wanneer hij hoofdbankier is wordt echter niet misbruikt bij het gebruik van persoonlijke waarborgen. Hier stellen we immers een negatieve relatie vast. Ten slotte blijkt ook de looptijd positief gerelateerd te zijn met de persoonlijke waarborg. Dit

zou kunnen wijzen op een soort van substitutie-effect tussen persoonlijke waarborgverlening en korte termijn leningen.

Aangezien de 2SLS modellen een relatief lage R^2 hebben is er zeker nog ruimte voor verder onderzoek. Naast het proberen op te nemen van andere variabelen (bv. convenanten) zou verder onderzoek zich ook nog meer kunnen toespitsen op de heterogeniteit van het familiebedrijf. In deze eindverhandeling werd hier mee omgegaan door het type CEO te bekijken. Men zou hier nog verder in kunnen gaan door te kijken of de resultaten veranderen wanneer er gekeken wordt naar o.a. het geslacht en het opleidingsniveau van de CEO en door bijvoorbeeld een verdere opsplitsing te maken bij de familiale opvolger in generatie. Verder onderzoek zou zich ook kunnen verdiepen in de reden waarom een familiale CEO meer persoonlijke waarborgen moet aanbieden. Is dit omwille van het gebrek aan bereidheid ze te geven of is dit eerder een indicatie van geloof in de kwaliteiten van een externe CEO. Daarnaast zou men zich ook kunnen verdiepen in de capaciteiten van de CEO en van het managementteam waar hij inzit.

We hebben voor deze studie gebruik gemaakt van een Amerikaanse databank van de NSSBF van 2003. Hoewel dit de meest recentste databank van NSSBF is, zijn deze gegevens toch al acht jaar oud. Toch zou dit niet betekenen dat de resultaten niet correct zijn. Immers de NSSBF databank die om de vijf jaar opgesteld wordt toont een opwaartse trend in het gebruik van waarborgverlening (Steijvers en Voordeckers, 2009a). Dit zou dus een indicatie kunnen zijn dat het belang van waarborgverlening op dit moment nog groter zal zijn. Het gebruik van Amerikaanse gegevens impliceert uiteraard ook dat we de conclusies niet kunnen doortrekken naar Europa. Het zou dan ook interessant zijn om deze studie opnieuw uit te voeren met Europese gegevens.

Lijst van de geraadpleegde werken

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 89, 488-500

Altman, E.I, Haldeman, R.G. en Narayanan, P. (1977) Zeta analysis: a new model to identify bankruptcy risk of corporations. *Journal of Banking and Finance* 1.

Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.

Anderson, R., & Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3),1301-1328.

Ang, J.S., Tyler, J.W. en Lin, J.W., (1995), Evidence on the lack of separation between business and personal risks among small businesses, *Journal of Small Business Finance* 4, 197-210.

Ang, J.S., Cole,R.A. & Wuh Lin J (2002). Agency Costs and Ownership Structure. *The journal of Finance*, 55, 81-106

Apilado V.P. en Millington J.K. (1992). Restrictive loan covenants and risk adjustment in small business lending. *Journal of small business management*, 30, 38-48

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

Atanasova, C.V. and Wilson, N. (2004) Disequilibrium in the UK corporate loan market. *Journal of Banking and Finance* 28(3): 595-614.

Avery, R., Bostic, R.W. en Samolyk, K.A., (1998), The evolution of small business finance : the role of personal wealth, *Journal of Banking and Finance* 22, 1019-1061

Bagnoli, M., Liu, H., Watts, S. (2008) Family Firms, Debtholder-Shareholder Agency Costs and the Use of Covenants in Private Debt. [Elektronische versie] , beschikbaar op <http://ssrn.com/abstract=981747>

- Barontini, R & Caprio L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12 (5), 689-723
- Bennedsen, M., Nielsen K., Perez-Gonzalez, F. & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance. *The quarterly journal of economics*, 122 (2), 647-691
- Berger, A.N. en Udell, G.F., (1995), Relationship lending and lines of credit in small firm finance, *Journal of Business* 68, 351-381.
- Berger, Allen N.; Udell, Gregory F. (1998) The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22 Issue 6-8, p613-673, 61p
- Berger, A.N. en Udell, G.F., (2002). Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organisational structure, *Economic Journal* 112, F32 - F54.
- Berlin, M. en Loeys, J., (1988), Bond covenants and delegated monitoring, *Journal of Finance* 43, 397-412.
- Berlin, M. en Mester, L., (1992), Debt covenants and renegotiation, *Journal of Financial Intermediation*, 2, 95-133.
- Besanko, D. en Thakor, A., (1987), Competitive equilibrium in the credit market under asymmetric information, *Journal of Economic Theory* 42, 167-182.
- Bester, H., (1985), Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information, *American Economic Review* 75, 850-855.
- Bester, H., (1987), The role of collateral in credit markets with imperfect information, *European Economic Review* 31(4), 887-899.
- Binks, M.R. en Ennew, C.T., (1996), The impact of service quality and service characteristics on customer retention : small businesses and their banks in the UK, *British Journal of Management* 7, 219-230.

Birley, S (1986) Succession in the family firm: the inheritor's view. *Journal of Small Business Management*, 24 (3),36-43

Birley S. (2002). Attitudes of owner-managers' children towards family and business issues. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 26 (3), 5-19

Birley S. (2001) Owner-manager attitudes of family and business issue: a 16 country study. *Entrepreneurship: Theory & Practice*

Birley, S., D. Ng, & A. Godfrey, (1999), 'The family and the business', *Long Range Planning*, 32,(6), 598-608.

Block J.H, (2011) How to pay nonfamily managers in large family firms: a principal-agent model. *Family Business Review*; 24 (1), 9-27

Bloom, N. and Van Reenen, J. (2007), "Measuring and Explaining Management Practices across Firms and Countries", *Quarterly Journal of Economics*, 122 (4), 1351-1408

Bolton, P., and Scharfstein, D. S. (1996). Optimal debt structure and the number of creditors, *J. Polit. Econ.* 104, 1-25

Boot, A.W.A., (2000), Relationship banking : what do we know ?, *Journal of Financial Intermediation* 9, 7-25.

Brau, J. C. (2002). Do banks price owner-manager agency costs? An examination of small business borrowing. *Journal of Small Business Management*, 40(4), 273-286.

Brealey, R. and S. Myers, (2000), *Principles of Corporate Finance*, 6th International Edition, McGraw-Hill.

Brick, I. E., & Palia, D. (2007). Evidence on the jointness in the terms of relationship lending. *Journal of Financial Intermediation*, 16(3), 452-476.

Carey, M., Prowse, S., Rea, J. and Udell, G.F., (1993), The economics of private placements : a new look, *Financial markets, institutions and instruments*, 2 (3), 1-67.

Casson, M. (1999). The Economics of the family firm, *Scandinavian Economic History Review* 47,10 - 23.

Carey, M., S. Prowse, J. Rea and G. Udell, (1993), 'The Economics of Private Placements: A New Look', *Financial Markets, Institutions and Instruments* 2, 1-67

Chakraborty, A. and Hu, C.X. (2006) Lending relationships in line-of-credit and non-lineof- credit loans: evidence from collateral use in small business. *Journal of Financial Intermediation* 15(1): 86-107

Chan, Y.S. en Kanatas, G., (1985), Asymmetric valuation and the role of collateral in loan agreements, *Journal of Money, Credit and banking* 17, 85-95.

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

Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship, Theory and Practice*, 29, 555-575.

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

Chua, J., Chrisman J.J, Bergiel, E.B (2009). An Agency Theoretic Analysis of the Professionalized Family Firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(2), 355- 372

Copeland, T. and J. Weston, (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, Reading, Massachusetts: Addison- Wesley

Corbetta G, Salvato C. (2004) Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: a commentary on "Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence". *Entrepreneurial Theory and Practice* ;28(4):355-62.

Cowling, M. & Westhead, P. (1996). Bank Lending Decisions and Small Firms: Does Size Matter? *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research* 2(2): 52-68

Cressy R. (2007). Debt finance and credit constraints on SME's. *International Handbook Series on Entrepreneurship* , 3 (3), 179-225

Daily, C.M. & Dollinger, M.J. (1992). An empirical examination of ownership structure in family and professionally-managed firms. *Family Business Review*, 5, 117–136.

Davis, J.H., Allen, M.R., & Hayes, H.D. (2010). Is blood thicker than water? A study of stewardship perceptions in family business. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34, 1093–1115.

Davis, James F., David Schoorman, and Lex Donaldson, (1997), Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review*, 22, 20-47.

Davis, J. A., & Tagiuri, R. (1985). Bivalent attitudes of the family firm. Paper presented at the Western Academy of Management Meeting, March 29.

Degryse, H. and P. van Cayseele, 2000, 'Relationship Lending within a Bank-Based System: Evidence from European Small Business Data', *Journal of Financial Intermediation* 9(1).

De Meza, D en Webb, D.C. (2000). Does credit rationing imply insufficient lending? *Journal of Public Economics*, 78, 215-34

Dennis, S., Nandy, D. & Sharpe, I. (2000). The determinants of contract terms in bank revolving credit agreements. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 87-110

Dewatripont, M., and Maskin, E. (1995). Credit and efficiency in centralized and decentralized economies, *Rev. Econ. Stud.* 62, 541–555.

Donckels, R., (2000), Groeifinanciering in KMO's: met speciale aandacht voor familiebedrijven en de Europese context, *Tijdschrift voor Economie en Management* 45(1), 99-131.

Dyne L.V. en Pierce J.L. (2004) Psychological ownership and feelings of possession : three field studies predicting employee attitudes and organizational citizenship behavior. *Journal of Organizational Behavior*, 25, 439-459

Eddleston, K. & Kellermanns, F.W. (2007). Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. *Journal of Business Venturing*, 22, 545–565.

Eisenhardt, K.M (1989). Agency Theory: An Assessment And Review *The Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74

Elsas, R. and Krahnert, J.P. (2000) Collateral, default risk and relationship lending: an empirical study on financial contracting. *CEPR Discussion Paper* 2540.

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

Flören, R.H., (1998), 'The significance of Family Business in the Netherlands', *Family Business Review*, 11 (2) 121-134.

Flören R.H. (2003). Opvolging in eigendom bij familiebedrijven: eerder een kans dan een recht. Rapport. Breukelen, Universiteit Nyenrode, 65 blz.

Gedajlovic, E., Lubatkin, M.H. and Schulze W.S. (2004), 'Crossing the Threshold from Founder Management to Professional Management: A Governance Perspective', *Journal of Management Studies*, 41(5), 899-912.

Gómez-Mejía L.R.; Haynes K.T.; Núñez-Nickel M.; Jacobson K.J.L. en Moyano-Fuentes J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52; 106-137

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

Handler, W.C., (1989), 'Managing the family firm succession process: The next generation family member's experience', unpublished doctoral dissertation, School of Management, Boston University.

Handler, W. C. (1990). Succession in family firms: A mutual role adjustment between entrepreneur and next-generation family members. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 15(1), 37-51

Harhoff, D. en Körting, T., (1998), Lending relationships in German. Empirical evidence from survey data, *Journal of Banking and Finance* 22(10-11), 1317-1353.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297-355.

Harvey, M. & R.E. Evans, (1995), 'Life after succession in the family business: Is it really the end of problems?', *Family Business Review*, 8 (1), 3-16.

Heino, N. en Jussila I. (2010) Psychological ownership : A key mediator in familu involvement-effects-relationship. Paper for the 10th annual IFERA World Family Business Research Conference Lancaster

Hellman, T. en Stiglitz J. (2000) Credit and equity rationing in markets with adverse selection. *European Economic Review*, 44, 281-304

Hendry, J. (2002). The principal's other problems: Honest incompetence and the specification of objectives. *Academy of Management Review*, 27, 98-113.

Hernandez-Canovas, G. and Martinez-Solano, P. (2006) Banking relationships: effects on debt terms for small Spanish firms. *Journal of Small Business Management* 44(3): 315-333.

Hillier, B. en Ibrahim M.V (1993) Asymmetric information and models of credit rationing. *Bulletin of economic research*, 45, 271-304

Hoy, F., & Verser, T. G. (1994). Emerging business, emerging field: Entrepreneurship and the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19(1), 9-23

Huybrechts J., Voordeckers W., Lybeart N., Vandemaele S..(2008). Conditions to the performance of privately held family firms under a descendant CEO. Opgevraagd op 15 februari 2011, via <http://hdl.handle.net/1942/8295>

IFERA, Family Business Dominate, *Family Business Review*, December 2003, 235 e.v

Ikävalko, M., Pihkala, T. & Jussila, I. (2008). A Family dimension in SME owner-managers' ownership profiles – A psychological ownership perspective. *Electronic Journal of Family Business Studies (EJFBS)*, 1, 2, pp. 4-25.

IRS, (2008). *Choosing a Business structure* Geraadpleegd op 15 april 2011, (<http://www.irs.gov/newsroom/article/0,,id=183918,00.html>)

Jaffee, D. en Russell, T., (1976), Imperfect information, uncertainty, and credit rationing, *Quarterly Journal of Economics* 90(4), 651-666.

Jaffee, D. en Stiglitz, J., (1990), Credit rationing, in Friedman, B.M. en Hahn, F.H., ed., *Handbook of monetary economics*, (Elsevier Science Publishers BV), 838-885

James, H. (1999) Owner as manager, extended horizons and the family firm, *International Journal of the Economics of Business*, 6, 41-56

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

Jimenez, G., Salas, V. and Saurina, J. (2006) Determinants of collateral. *Journal of Financial Economics* 81(2): 255-282.

Kang, D. (2000). The impact of family ownership on performance in public organizations: A study of the U.S. Fortune 500, 1982-1994. Academy of Management Meetings. Toronto, Canada.

Keasey, K. and R. Watson (2000). "Interest Rate Premia on UK Small Firm Bank Borrowings: A Research Note", *Journal of Business, Finance and Accounting*, 27, 247-259

Keating, N.C. & H.M Little, (1997), 'Choosing the successor in New Zealand family firms', *Family Business Review*, 10, (2), 157-171.

Lambrecht J. en Uhlener L.,(2005) Responsible ownership of the family business: state-of-the-art. FBN-IFERA World Academic Research Forum

La Porta R ; Lopez-de-Silanes F. en Shleifer A. (1999) Corporate Ownership around the world. *The Journal of Finance*; 54 (2), 471-517

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

Leeth, J.D. en Scott, J.A., (1989), The incidence of secured debt : evidence from the small business community, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24(3), 379-394

Lehmann, E. and Neuberger, D. (2001) Do lending relationships matter? Evidence from bank survey data in Germany. *Journal of Economic Behavior and Organization* 45: 339–359.

Litz R.A (1995). The family business : toward definitional clarity. *Family Business Review*, 8 (2), 71-81

Longenecker, J.G., & J.E. Schoen, (1978), 'Management succession in the family business', *Journal of Small Business Management*, 16, (3), 1-6.

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

Machauer, A. and Weber, M. (1998) Bank behaviour based on internal credit ratings of borrowers. *Journal of Banking and Finance* 22(10–11): 1355–1383.

Matser, Ilse (2010). Ondernemen in familiebedrijven. Windesheimreeks kennis en onderzoek Opgevraagd op 17/08/2010, via www.windesheim.nl/cdl/servlet/CDLServlet?p_file_id=20489

Matthews, C. H., Moore, T. W., & Fialko, A. S. (1999). Succession in the family firm: A cognitive categorization perspective. *Family Business Review*, 12 (2), 159-170

Mann, R. J. (1997). The role of secured credit in small-business lending. *Georgetown Law Journal*, 86(1), 1-44.

Maury, B. (2006). Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12, 321-341

Menkhoff, L., Neuberger, D. and Suwanaporn, C. (2006) Collateral-based lending in emerging markets: evidence from Thailand. *Journal of Banking and Finance* 30: 1–21.

Mishra, C.S.; McConaughy D.L. (1999). Founding Family Control and Capital Structure: The risk of loss of Control and the Aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23 (4), 53-64

Mitchell, R. K., Morse, E. A., Sharma, P. (2003). The transacting cognitions of non-family employees in the family business setting. *Journal of Business Venturing* ,18(4), 533 – 551.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.

Morgan, D.P., (1993), Bank monitoring mitigates agency problems : new evidence using financial commitments in bank loan commitments, Research Working Paper RWP 93-16

Myers, S.C. (1977) Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-175

Navarro, M.S; Ansón, S.G. (2009) Do Families have corporate governance structures?. *Journal of Management & Organization*, 15 (3),327-345

Niskanen J. En Niskanen M. (2004). Covenants and small business lending: The Finnish case. *Small Business Economics*, 23, 137-149

Ogawa, K. and Suzuki, K. (2000) Demand for bank loans and investment under borrowing constraints: a panel study of Japanese firm data. *Journal of the Japanese and International Economies* 14: 1–21.

Olson, P.D., Zuiker V.S., Danes S.M., Stafford K., Heck R.K.Z. en Duncan K.A. (2003). The impact of the family and the business on family business sustainability. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 639-666

Ongena, S. en Smith, D.C., (2001), The duration of bank relationships, *Journal of Financial Economics* 61(3), 449-475.

Palepu K.G., Healy P.M. and E. Peek,(2010) Business Analysis and Valuation, IFRS Edition, Second Edition, Cengage Learning

Parker, S.C. (2002) Do bank ration credit to new enterprises? And should governments intervene? *Scottish Journal of Political Economy*, 49 (2), 162-195

Peterson, M. A. and Rajan, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *Journal of Finance* 49: 3–37.

Pierce, J. L., Kostova, T. & Dirks, K. (2001). Toward a theory of psychological ownership in organizations. *Academy of Management Review*, 26, pp.298-310

Rajan, R., (1992), Insiders and outsiders : the choice between informed and arm's length debt, *Journal of Finance* ,47(4), 1367-1400.

Rajan, R., and A. Winton, (1995), 'Covenants and Collateral as Incentives to Monitor', *Journal of Finance* 50, 1113-1146.

Rothschild, M. en Stiglitz, J., (1971), Increasing risk : a definition, *Journal of Economic Theory* 2(3), 225-243

Scholtens, B., (1999), Analytical issues in external financing alternatives for SBE's, *Small Business Economics* 12(2), 137-148.

Schulze, W.S, Lubatkin, M., & Dino, R. & Bucholtz A.K. (2001) Agency relationships in family firms: Theory & Evidence, *Organization Science*, 12 (2), 99-116

Schulze, W.S, Lubatkin, M., & Dino, R. (2003) Toward a Theory of Agency and Altruisme in Family Firms. *Journal of Business Venturing*, 18 (4),473-490

Scott, J.H., Jr. (1977) Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *Journal of Finance* 32.

Shailer, G. E. P.. (1999). The relevance of owner-manager signals and risk proxies to the pricing of bank loans. *Accounting & Business Research*, 30(1), p57-72

Sharma P., Chrisman J.J & Chua J.H. (1997) Strategic management of the family business: past research and future challenges, *Family business review*, 10(1), 1-36

Smith, C. en Warner, J., (1979), On financial contracting : an analysis of bond covenants, *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-162

Smith, J.K. en Smith, R.L., (2000), Entrepreneurial finance, (John Wiley & Sons Inc).

Stavrou, E.,(1996), 'Intergenerational transitions in family enterprise: Factors influencing offspring intentions to seek employment in the family business', Ph.D. dissertation, George Washington University.

Steijvers, T. & Voordeckers, W. (2009a). Private Family Ownership and the Agency Costs of Debt. *Family Business Review*, 22 (4), 333-346

Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009b). Collateral and credit rationing: A review of recent empirical studies as a guide to future research. *Journal of Economic Surveys*, 23 (5), 924-946

Steijvers T., Voordeckers, W. en Mercken R. (2004) Kredietrantsoenering en evoluties in de kredietverlening: een theoretische analyse. *Tijdschrift voor economie en management*, 1, 108-135

Steijvers, T., Voordeckers, W., & Vanhoof, K. (2008). Collateral, relationship lending and family firms. *Small Business Economics*, 34 (3), 243-259

Steijvers T., Voordeckers W., Vandemaele S. & Peeters L. (2007). The ownership-performance puzzle: agency issues in small and medium-sized family firms. Opgevraagd op 10 september 2010, via <http://hdl.handle.net/1942/7883>

Stewart A. (2003) Help one another, use one another: toward an anthropology of family business; *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27 (4), 383-396

Stiglitz, J. E. and Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71, 393-410.

Stiglitz, J. en Weiss, A., (1983), Incentive effects of termination : applications to the credit and labor market, *American Economic Review* 73(5), 912-927.

Stiglitz, J. en Weiss, A., (1987), Credit rationing with many borrowers, *American Economic Review* 77(1), 228-231.

Stock, J.H., & Watson, M.W. (2007). Introduction to econometrics: second edition. Boston: Pearson Education, Inc.

Taguiri, R. & Davis, J. (1996), Bivalent attributes of the family firms, *Family Business Review*, 9 (2), p199-208

Uhlaner, L.M. (2002). The use of the Guttman scale in development of a family business Index, SCALES Research Report H200203, Zoetemeer: EIM Business and Policy Research

- Vallejo M.C. (2009) The effects of commitment of non-family employees of family firms from the perspective of stewardship theory. *Journal of Business Ethics*, 87, 379-390
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Vinton K. (1998), Nepotism: an interdisciplinary model, *Family Business Review*, 11 (4), 297-303
- Vocht De, A. (2007). Basishandboek SPSS 15 voor Windows. Utrecht: Bijleveld Press.
- Voordeckers, W., & Steijvers, T. (2006). Business collateral and personal commitments in SME lending. *Journal of Banking and Finance*, 30, 3067-3086
- Wagenvoort, R.(2003), Bank survey evidence on "bank lending to SMEs in the European Union", European Investment Bank, Economic and Financial Report 1, p. 25.
- Wasserman N.(2003), Founder-CEO Succession and the Paradox of Entrepreneurial Success. *Organization Science*, 14 (2), 149-172
- Watson, H. (1984). Credit markets and borrower effort. *Southern Economic Journal*, 50, 802-13
- Westhead P. & Cowling M. (1998). Family Firm Research: The need for a methodological rethink. *Entrepreneurship: theory & practice*, 23 (1), 31-56
- Westhead, P., & Howorth, C. (2007). Types of private family firms: An exploratory conceptual and empirical analysis. *Entrepreneurship & Regional Development*, 19, 405-431.
- Williamson, S.D. (1987). Costly monitoring, loan contracts and equilibrium credit rationing. *Quarterly Journal of Economics*, 102, 135-45
- Wu, Z., Hedges, P., & Zhang, S. (2007). Effects of concentrated ownership and owner management on small business debt financing. *Journal of Small Business Management*, 45(4), 422-4

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Kredietverlening aan familiebedrijven en de kredietvoorwaarden: het effect van een familiale CEO versus professionele CEO

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

Jaar: **2011**

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,

Pexsters, Ine

Datum: **30/05/2011**