

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

2010
2011

Masterproef

*De determinanten van waarborgverlening die gepaard gaat
met de kredietverlening aan familiebedrijven*

Promotor :
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Tom Aerts

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

2 0 1 0
2 0 1 1

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*De determinanten van waarborgverlening die gepaard gaat
met de kredietverlening aan familiebedrijven*

Promotor :
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Tom Aerts

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

WOORD VOORAF

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen en draagt bij tot het behalen van de Master in de Toegepaste Economische Wetenschappen: Accountancy en Financiering. Deze masterproef beoogt een inzicht te verwerven in de determinanten van waarborgverlening die gepaard gaan met de kredietverlening aan familiebedrijven. Het afleggen van deze weg heeft veel inzet gevraagd, maar tegelijkertijd heb ik enorm veel bijgeleerd. Het schrijven van deze masterproef was niet mogelijk geweest zonder de hulp van een aantal mensen. Deze mensen wil ik dan ook graag langs deze weg bedanken.

Vooreerst gaat mijn dank uit naar mijn promotor Prof. Dr. T. Steijvers voor haar deskundige begeleiding, de vele raadgevingen en opbouwende kritiek doorheen het hele jaar. Met haar hulp was het mogelijk mijn masterproef te verbeteren waar nodig.

Tot slot zou ik graag een dankwoord willen richten aan mijn ouders en mijn vriendin. Zonder hun onvoorwaardelijke steun, niet alleen gedurende dit jaar maar doorheen mijn hele opleiding, had ik nooit kunnen bereiken wat ik tot nu toe bereikt heb.

Tom Aerts
Juni, 2011

SAMENVATTING

Tegenwoordig zijn familiebedrijven sterk aanwezig in zowel de nationale als internationale economie. Ze oefenen een zeer sterke invloed uit op het economisch karakter van een land. Bijgevolg is het zinvol om familiebedrijven nader te bekijken. In deze masterproef wordt de nadruk gelegd op de waarborgverlening waarmee familiebedrijven geconfronteerd worden. We zijn gestart met volgende centrale onderzoeksvraag: "Welke soorten familiebedrijven moeten welke vormen van waarborgen verlenen bij het bekomen van kredietlijnen?". We beperken ons tot het gebruik van kredietlijnen om zo geen verschillen terug te vinden omtrent de kredietvorm. Vanuit dit kader hebben we verschillende determinanten beschreven die mogelijk een invloed op de waarborgverlening aan financiële instellingen hebben. Er moet echter meteen opgemerkt worden, dat omwille van het ontbreken van een Belgische databank met de nodige informatie, er gebruik is gemaakt van een Amerikaanse databank.

In het eerste deel van deze masterproef hebben we de onderzoeksvraag gesitueerd. Eerst en vooral hebben we getracht een duidelijk beeld te schetsen van wat een familiebedrijf inhoudt. Uit de literatuur bleek dat er geen eenduidige definiëring van een familiebedrijf mogelijk is. In deze masterproef gaan we er van uit dat 50% van de eigendom in handen moet zijn van familieleden om als familiebedrijf bestempeld te worden. Daarnaast kunnen we aannemen dat een familiebedrijf bestaat uit drie aspecten, namelijk de familie, het bedrijf/management en de eigendom. Vervolgens hebben we de twee centrale theorieën toegelicht, namelijk de agency en stewardship theorie. De agency theorie beschrijft een relatie waarin één of meerdere personen (principaal) een andere persoon (agent) motiveren om diensten te leveren ten voordele van die principaal. De stewardship theorie daarentegen, gaat er van uit dat de steward niet handelt als een agent en zo in het belang van de principaal handelt. Ten slotte hebben we de waarborgverlening bij familiebedrijven gekaderd, waarbij het 'shareholder-debtholder' probleem centraal staat. Tussen beide partijen ontstaat informatieasymmetrie, die op haar beurt kan zorgen voor het ontstaan van 'moral hazard' en 'adverse selection'. Deze problemen kunnen vermeden of verminderd worden door het inbrengen van waarborgen door familiebedrijven. Daarnaast kunnen familiebedrijven hun kredietwaardigheid signaleren door middel van waarborgen. Het aanbieden van waarborgen gaat gepaard met een positief signaal vanwege de kredietwaardigheid van het familiebedrijf. Zelfs onder kredietrantsoenering, waarbij bepaalde kredietnemers ondanks hun evenwaardige risico-opbrengstverhouding geen krediet kunnen bekomen, kunnen waarborgen ervoor zorgen dat die familiebedrijven toch krediet kunnen verkrijgen. In deze masterproef hebben we ook een opdeling gemaakt naar zakelijk en persoonlijk onderpand, omwille van het feit dat er een wezenlijk verschil is tussen beide. Zo houdt zakelijk onderpand in dat het familiebedrijf activa van het bedrijf zelf in pand geeft, terwijl bij persoonlijk onderpand persoonlijke middelen van de eigenaar(s) in pand

gegeven worden. Het grote verschil situeert zich in de sterkere signaleringsrol van persoonlijk onderpand.

Het tweede deel van deze masterproef bespreekt de verschillende determinanten die mogelijk een invloed kunnen hebben op de mate waarin familiebedrijven waarborgen moeten inbrengen om het krediet te verkrijgen. Een eerste determinant omvat het verschil tussen een familiale en externe CEO. Zo zal een familiale CEO eerder familiale doelstellingen nastreven, terwijl een externe CEO eerder financiële doelstellingen nastreeft. Teveel nadruk leggen op een van beide doelstellingen kan zorgen voor agency problemen met de financiële instelling. In de literatuur is er geen eenduidig antwoord op de vraag of een familiale CEO een hogere of lagere graad van waarborgverlening moet aanbieden bij het aangaan van een kredietlijn. Toch hebben we geconcludeerd dat een familiale CEO een hogere graad van waarborgen moet inbrengen. Dit kan voortvloeien uit het feit dat een externe CEO een objectievere kijk heeft op het familiebedrijf. Daarnaast is het mogelijk dat een externe CEO als een steward handelt. Op deze manier zal de externe CEO eerder de belangen van het familiebedrijf nastreven, in plaats van zijn eigen belangen. Binnen het familiebedrijf is het mogelijk dat een familiale CEO geconfronteerd wordt met altruïsme, adverse selection en nepotisme. Indien deze fenomenen in hoge mate voorkomen, kan dit voor problemen binnen het familiebedrijf zorgen. Een hogere graad van waarborgverlening zal hier dan mogelijk uit voortvloeien.

Een tweede determinant handelt omtrent de eigendomsstructuur van het familiebedrijf. We hebben twee mogelijkheden besproken, namelijk geconcentreerd en verspreid eigendom. Uit de literatuur blijkt dat zowel geconcentreerd en verspreid eigendom voor- en nadelen heeft. Zo kan een geconcentreerde eigendomsstructuur ervoor zorgen dat er minder of geen monitoring kosten zijn en er een langetermijnvisie ontstaat. Daarentegen is het mogelijk dat een geconcentreerde eigendomsstructuur de efficiënte werking van het familiebedrijf in de weg staat. Uit het merendeel van de literatuur blijkt toch dat een geconcentreerde eigendomsstructuur minder agency problemen veroorzaakt en zo mogelijk een lagere graad van waarborgverlening moet inbrengen.

Er kan ook een combinatie van de vorige twee determinanten gemaakt worden. Hierbij zijn we nagegaan wat de invloed is op de graad van waarborgverlening van een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur en waarin een familiale CEO tewerkgesteld is. We kunnen aannemen dat wanneer er slechts één persoon zowel eigenaar als CEO is, dit een negatief effect heeft op de graad van waarborgverlening. Een mogelijke verklaring hiervoor kan gevonden worden in het feit dat er geen controlemechanismen opgezet moeten worden. Daarnaast is gebleken dat een 'controlling owner' (bezit meer dan de helft van de aandelen en vervult de functie van CEO) minder agency problemen kan veroorzaken omwille van het feit dat hij zijn aandeelhouderswaarde definieert in de opbrengst die hij van bepaalde handelingen bekomt. Dit kan er op haar beurt voor zorgen dat er een mindere mate van waarborgen vereist worden door de financiële instelling.

De derde determinant omtrent de graad van waarborgverlening is de generatie. Zo hebben we een onderscheid gemaakt tussen eerste generatie familiebedrijven en tweede generatie familiebedrijven. In de literatuur vinden we sterke aanwijzingen dat een eerste generatie familiebedrijf met minder agency problemen geconfronteerd wordt, zowel binnen het familiebedrijf als naar de financiële instelling toe. Zo bezitten oprichters, in tegenstelling tot sommige opvolgers, de nodige kennis om het familiebedrijf te leiden. Daarnaast heeft een oprichter vaak een groot gedeelte van zijn kapitaal geïnvesteerd, wat ervoor kan zorgen dat hij optimale prestaties nastreeft. Deze redenen geven aan dat er mogelijk een lagere graad van waarborgverlening gepaard gaat met eerste generatie familiebedrijven.

Naast deze drie belangrijkste determinanten in deze masterproef, hebben we ervoor geopteerd om nog enkele andere determinanten op te nemen. Hiervan zullen slechts een aantal getest kunnen worden. Deze zullen in de volgende alinea besproken worden.

De opgestelde hypothesen hebben we getest aan de hand van een empirisch onderzoek. Hieruit is gebleken dat de drie belangrijkste determinanten niet allemaal de verwachte resultaten weergeven. Zo kunnen we er niet uit afleiden dat een familiale CEO een hogere graad van waarborgverlening moet inbrengen. Het is mogelijk dat zowel een familiale als externe CEO zowel familiale als financiële doelstellingen nastreeft. Daarnaast kunnen we ook niet bevestigen dat een eerste generatie familiebedrijf een lagere graad van waarborgen moet inbrengen. Het is zelfs zo dat een eerste generatie familiebedrijf meer persoonlijke waarborgen moet inbrengen. Dit resultaat gaat in tegen de literatuur die we hebben beschreven en is dus moeilijk verklaarbaar. Daarentegen kunnen we wel bevestigen dat een geconcentreerde eigendomsstructuur een lagere graad van waarborgen moet inbrengen. Opmerkelijk hierbij is dat we een ook lagere graad van waarborgverlening kunnen terugvinden bij een familiebedrijf met een verspreide eigendomsstructuur. Het kan niet bevestigd worden dat een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur en een familiale CEO een lagere graad van waarborgen moet inbrengen. Naast de drie belangrijkste determinanten hebben we nog enkele algemenere determinanten opgenomen. Zo kunnen we niet bevestigen dat een groot familiebedrijf een lagere graad van waarborgen moet inbrengen. Daarentegen kunnen we wel bevestigen dat een goed kwalitatief familiebedrijf een lagere graad van waarborgen moet inbrengen. We kunnen ook aannemen dat een groot krediet zorgt voor een hogere graad van waarborgen. Zowel het resultaat omtrent een kwalitatief familiebedrijf en een groot krediet wordt in vele andere studies bevestigd. Naast de hypothesen kunnen we nog enkele bevindingen noteren. Zo zal een familiebedrijf met een onbeperkte aansprakelijkheid een lagere graad van waarborgen moeten inbrengen. Daarnaast zal een familiebedrijf met een oudere eigenaar ook een lagere graad van waarborgen moeten inbrengen. De sector waarin het familiebedrijf tewerkgesteld is, blijkt slechts een geringe invloed te hebben op de graad van waarborgverlening.

INHOUDSOPGAVE

WOORD VOORAF

SAMENVATTING

INHOUDSOPGAVE

LIJST MET TABELLEN

LIJST MET FIGUREN

| | |
|--|-----------|
| HOOFDSTUK 1: PROBLEEMSTELLING..... | 1 |
| 1.1 Praktijkprobleem | 1 |
| 1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen..... | 3 |
| | |
| HOOFDSTUK 2: FAMILIEBEDRIJVEN..... | 5 |
| 2.1 Definitie | 5 |
| 2.2 Theorieën binnen familiebedrijven | 9 |
| 2.2.1 Agency theorie..... | 9 |
| 2.2.2 Stewardship theorie..... | 11 |
| 2.3 Waarborgverlening bij familiebedrijven..... | 12 |
| 2.3.1 Zakelijk onderpand versus persoonlijk onderpand..... | 15 |
| 2.4 Kredietrantsoenering..... | 17 |
| | |
| HOOFDSTUK 3: DETERMINANTEN VAN WAARBORGVERLENING VAN EEN HETEROGENE GROEP FAMILIEBEDRIJVEN..... | 21 |
| 3.1 Familiaal management versus niet-familiaal management (familiale CEO versus externe CEO)..... | 21 |
| 3.1.1 Agency theorie binnen het management | 21 |
| 3.1.2 Stewardship theorie binnen het management | 28 |
| 3.1.3 Besluit | 31 |
| 3.2 Eigendomsstructuur..... | 32 |
| 3.2.1 Geconcentreerd eigendom versus verspreid eigendom | 33 |
| 3.2.2 Besluit | 34 |
| 3.3 Combinatie tussen management en eigendomsstructuur..... | 35 |
| 3.3.1 Familiale CEO met geconcentreerd eigendom versus familiale CEO met verspreid eigendom | 35 |

| | | |
|-------|--|----|
| 3.3.2 | Stewardship theorie en de familiale CEO met geconcentreerd eigendom..... | 40 |
| 3.3.3 | Besluit | 41 |
| 3.4 | Generatie | 42 |
| 3.4.1 | Corporate entrepreneurship binnen familiebedrijven | 44 |
| 3.4.2 | Oprichter als CEO | 46 |
| 3.4.3 | Opvolger als CEO | 47 |
| 3.4.4 | Besluit | 49 |

HOOFDSTUK 4: ALGEMENE DETERMINANTEN VAN WAARBORGVERLENING BIJ FAMILIEBEDRIJVEN.....51

| | | |
|-------|--|----|
| 4.1 | Bedrijfskenmerken..... | 51 |
| 4.1.1 | Bedrijfsgrootte | 51 |
| 4.1.2 | Leeftijd van het familiebedrijf | 52 |
| 4.1.3 | Geslacht van de eigenaar/CEO | 52 |
| 4.1.4 | Kwaliteit van het familiebedrijf..... | 53 |
| 4.1.5 | Gewone activa versus bedrijfsspecifieke activa..... | 54 |
| 4.2 | De relatie tussen de kredietverlener en kredietnemer..... | 54 |
| 4.2.1 | Duur van de relatie..... | 54 |
| 4.2.2 | Exclusiviteit van de relatie..... | 55 |
| 4.2.3 | Ervaring van de financiële instelling in de sector..... | 56 |
| 4.2.4 | De mate van doorlichting door de financiële instelling | 57 |
| 4.3 | Kredietkenmerken | 58 |
| 4.3.1 | Kredietgrootte..... | 58 |
| 4.3.2 | Krediettermijn..... | 58 |
| 4.4 | Macro-economische variabelen | 59 |
| 4.4.1 | Schuldconvenanten | 59 |
| 4.4.2 | Het wettelijk kader | 60 |
| 4.5 | Besluit..... | 62 |

HOOFDSTUK 5: ONDERZOEKSOPZET.....65

| | | |
|-------|---------------------------------|----|
| 5.1 | Onderzoeksmethode | 65 |
| 5.2 | Database..... | 65 |
| 5.3 | Onderzoeksmodel | 66 |
| 5.3.1 | Binair logistisch model | 66 |
| 5.3.2 | Afhankelijke variabelen | 67 |
| 5.3.3 | Onafhankelijke variabelen | 67 |
| 5.3.4 | Interactievariabele | 69 |
| 5.3.5 | Controlevariabelen | 70 |

| | |
|--|-----------|
| HOOFDSTUK 6: EMPIRISCH ONDERZOEK..... | 75 |
| 6.1 Algemeen | 75 |
| 6.1.1 Algemene beschrijving variabelen..... | 75 |
| 6.1.2 Outliers..... | 76 |
| 6.1.3 Samenstelling familiebedrijf..... | 76 |
| 6.1.4 Samenstelling waarborg | 77 |
| 6.1.5 Samenstelling interactievariabele (management en eigendom) | 78 |
| 6.1.6 Multicollineariteit..... | 78 |
| 6.2 Bespreking hypotheses..... | 81 |
| 6.2.1 Hypothese 1: een familiebedrijf met een familiale CEO zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet | 85 |
| 6.2.2 Hypothese 2: een familiebedrijf met geconcentreerd eigendom zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet | 86 |
| 6.2.3 Hypothese 3: een familiebedrijf met een familiale CEO zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet bij een geconcentreerde eigendomsstructuur | 88 |
| 6.2.4 Hypothese 4: eerste generatie familiebedrijven zullen een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet | 89 |
| 6.2.5 Hypothese 5: een groter familiebedrijf zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet | 90 |
| 6.2.6 Hypothese 8: een kwalitatief goed familiebedrijf zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet..... | 91 |
| 6.2.7 Hypothese 14: een familiebedrijf dat een groot krediet aangaat, zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van dat krediet..... | 92 |
| 6.2.8 Bijkomende bevindingen | 92 |
| 6.3 Robuustheidstesten..... | 94 |
| 6.3.1 Grootte van het familiebedrijf (lnWERKN in plaats van lnASSETS) | 95 |
| 6.3.2 Financiële kenmerken (ROA in plaats van ROE) | 95 |
| 6.3.3 Kwaliteit van het familiebedrijf (FAILL of lnC_FAGE in plaats van DB_SCORE) | 96 |
| HOOFDSTUK 7: EINDCONCLUSIE..... | 99 |
| 7.1 Aanbevelingen voor verder onderzoek | 102 |

LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN

BIJLAGEN

LIJST MET TABELLEN

| | |
|--|----|
| Tabel 1: beschrijvende statistiek..... | 75 |
| Tabel 2: verdeling database..... | 77 |
| Tabel 3: aandeel waarborg..... | 77 |
| Tabel 4: kruistabel interactievariabele..... | 78 |
| Tabel 5: correlatietabel..... | 80 |
| Tabel 6: regressiemodel voor WAARBORG..... | 82 |
| Tabel 7: regressiemodel voor ZAK_WB..... | 83 |
| Tabel 8: regressiemodel voor PERS_WB..... | 84 |

LIJST MET FIGUREN

| | |
|---|----|
| Figuur 1: het drie-cirkelmodel..... | 6 |
| Figuur 2: verschillende 'types' van familiebedrijven..... | 8 |
| Figuur 3: de invloed van altruïsme in private familiebedrijven..... | 26 |
| Figuur 4: relatie tussen bedrijfsprestaties en eigendomsstructuur..... | 33 |
| Figuur 5: veranderingen in de structurele vorm van de familiebedrijven..... | 42 |
| Figuur 6: conceptueel model..... | 73 |

HOOFDSTUK 1: PROBLEEMSTELLING

1.1 Praktijkprobleem

Familiebedrijven maken een groot deel uit van de economisch welvaart van de wereld. Alleen al in de Verenigde Staten bestaat de industrie uit 90% familiebedrijven (Beckhard & Dyer, 1983). Hieruit blijkt dus dat familiebedrijven zeker aandacht moeten krijgen in dit onderzoek. Omdat familiebedrijven een heterogene groep omvatten, is het nodig om een opdeling te maken. In dit onderzoek zal de aandacht uitgaan naar private familiebedrijven. Dit is ook een groep bedrijven die talrijk aanwezig is in de economie, namelijk twee-derde van de private economie bestaat uit familiebedrijven (Neubauer & Lank, 1998). Doordat private familiebedrijven een groot deel uitmaken van de wereldwijde economie is het een logische keuze om deze bedrijven verder te onderzoeken.

Familiebedrijven hebben vaak extern kapitaal nodig. Niet elke familie heeft voldoende eigen vermogen om een bedrijf op te starten. Daarom is het belangrijk dat financiële instellingen familiebedrijven extra kapitaal kunnen verschaffen. Financiële instellingen zijn niet altijd even snel geneigd om bedrijven krediet te verschaffen. Een bank heeft graag veel informatie over het kredietvragende bedrijf om zo te kunnen afleiden of het bedrijf in staat is om het geleende kapitaal te kunnen terugbetalen. In publieke bedrijven is er vaak een grote transparantie van de financiële gegevens. Bij private bedrijven is dit niet altijd het geval. Deze masterproef behelst de private familiebedrijven waarbij er vaak niet zo'n grote transparantie aanwezig is. In deze bedrijven is het mogelijk dat de informatie zo veel mogelijk binnen de familie gehouden wordt. De familieleden kunnen in deze situaties informele afspraken maken waarvan de buitenwereld niets afweet. Dit zal vooral voorkomen indien de aandelen verdeeld zijn onder de familieleden. Wanneer buitenstaanders ook aandelen bezitten of de plaats van CEO bekleden, kan het zijn dat er toch meer transparantie bestaat omdat deze niet-familieleden kunnen eisen dat de informatie wordt vrijgegeven.

Het probleem dat in de vorige alinea gekaderd werd, is het fenomeen omtrent informatieasymmetrie. Informatieasymmetrie kan er voor zorgen dat financiële instellingen weinig vertrouwen hebben in familiebedrijven. Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen ex-ante informatieasymmetrie en ex-post informatieasymmetrie (Berger & Udell, 1998). Omwille van de eerder aangehaalde beperkte transparantie is het voor financiële instellingen moeilijk om de kwaliteit van de familiebedrijven in te schatten. Dit noemt men ex-ante informatieasymmetrie. Doordat de financiële instelling weinig informatie heeft over het specifieke familiebedrijf, kan dit ervoor zorgen dat de financiële instelling er te weinig controle over heeft nadat het krediet is toegekend. Dit noemt men ex-post informatieasymmetrie.

De financiële instelling zal met de informatieasymmetrie tussen het familiebedrijf en zichzelf rekening houden bij het toekennen van krediet. De invloed hiervan kan zichtbaar zijn in de waarborgen die de financiële instelling oplegt aan de familiebedrijven (Chakraborty & Hu, 2006). De twee belangrijkste waarborgen die een financiële instelling hanteert zijn het zakelijk en persoonlijk onderpand. Zakelijk onderpand houdt in dat het bedrijf activa van het bedrijf zelf in pand geeft wanneer het krediet aangaat. Persoonlijk onderpand daarentegen houdt in dat er persoonlijke middelen van de eigenaar of CEO in pand worden gegeven bij het aangaan van een krediet. In veel studies wordt geen onderscheid gemaakt tussen zakelijk en persoonlijk onderpand, waardoor het interessant is om na te gaan of er een verschillend gebruik is van beide soorten onderpand voor familiebedrijven. We willen ons enkel concentreren op het gebruik van onderpand als element van een kredietovereenkomst omdat waarborgverlening een zeer belangrijke rol speelt in de kredietverlening aan familiebedrijven. Om deze reden laten we de intrestvoet uit ons model. Familiebedrijven worden vaak met onderpand gefinancierd omdat de intrestvoet mogelijk niet voldoende zekerheid geeft aan de financiële instelling. Dit kunnen we afleiden uit het feit dat risicovolle projecten heel waarschijnlijk niet gefinancierd worden met een hoge intrestvoet, maar wel met een krediet dat gepaard gaat met onderpand (Steijvers, Voordeckers, & Vanhoof, 2010). In eerste instantie kan zakelijk onderpand geëist worden, maar als dit niet voldoende is, dat wil zeggen als de financiële instelling vindt dat het risico dat ze loopt niet gelijk is met de waarde van het zakelijk onderpand, kan ze overgaan tot het eisen van persoonlijk onderpand. Hierbij moet de opmerking gemaakt worden dat het risico nog aanvaardbaar moet zijn. Zo niet, zullen ook waarborgen onvoldoende zekerheid bieden. In geval van een faillissement van het familiebedrijf zal de financiële instelling bij een hoge intrestvoet geen kapitaal kunnen recupereren, terwijl dit bij krediet dat gepaard gaat met onderpand wel het geval is (Brau, 2002). Het onderpand heeft vaak een belemmerende rol voor familiebedrijven omdat er middelen van het bedrijf of van de eigenaar aan het krediet gekoppeld zijn.

De mate waarin er waarborgen geëist worden, hangt volgens Brau (2002) af van bepaalde kenmerken die het betreffende bedrijf en de financiële instelling hebben. Het aantal bankrelaties, de schuldgraad en de grootte van het bedrijf zijn voorbeelden van zo'n kenmerken. Dit zijn kenmerken van een homogene groep familiebedrijven. In deze masterproef wordt ook aandacht besteed aan de heterogene groep familiebedrijven waar de kenmerken omtrent management, eigendom, en generatie centraal staan. Het verschil tussen een homogene groep en een heterogene groep familiebedrijven verwijst naar de criteria waaraan een bedrijf moet voldoen om als familiebedrijf bestempeld te worden. Indien er slechts 50% van de eigendom in handen moet zijn van de familie betreft het een homogene groep familiebedrijven, terwijl er nog extra kenmerken aan toegevoegd worden, zoals bijvoorbeeld een familiale CEO, om als heterogene groep familiebedrijven aanzien te worden. Omtrent deze kenmerken is het interessant om na te gaan welke en in welke mate deze zakelijk of persoonlijk onderpand vooropstellen.

In deze masterproef gaan we na welke soort familiebedrijven welke vormen van waarborgen moet verlenen om een kredietlijn te bekommen. Een kredietlijn is een speciaal soort krediet waarbij de kredietnemer gedurende een bepaalde periode krediet kan opnemen wanneer en hoeveel (tot een afgesproken limiet) hij/zij wil. Doordat de financiële instelling bij een kredietlijn minder controle heeft over het opgenomen krediet dan bijvoorbeeld bij een hypothecaire lening, wil het ook extra zekerheden ontvangen in de vorm van persoonlijk onderpand (Avery, Bostic, & Samolyk, 1998). Bij een hypothecaire lening is het onroerend goed in onderpand gegeven, maar het is niet altijd duidelijk waarvoor het geld van een kredietlijn gebruikt wordt. Voor deze onzekerheid wil de financiële instelling vergoed worden. Een mogelijke vergoeding hiervoor is het in pand geven van bedrijfsmiddelen of persoonlijke bezittingen.

Deze masterproef betreft voornamelijk een academisch probleem met een link naar de praktijk. Het betreft een studie om meer duidelijkheid te scheppen over welke kenmerken in private familiebedrijven hogere waarborgen bij kredietverlening eisen. Er zijn drie hoofdkenmerken die in deze studie onderzocht worden, namelijk het management, de eigendomsstructuur en de generatie die het beleid voert. Het onderzoek omvat een grote groep van familiebedrijven waardoor de conclusies algemeen verspreid en toegepast kunnen worden. Deze masterproef kan ook relevant zijn voor familiebedrijven en financiële instellingen omwille van het feit dat er wordt nagegaan hoe financiële instellingen de familiebedrijven beoordelen vooraleer een kredietlijn eraan toe te kennen.

1.2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

Uit het praktijkprobleem kunnen we afleiden dat waarborgen een belangrijke rol spelen binnen de kredietverlening aan private familiebedrijven. Vanuit dit standpunt kunnen we de volgende centrale onderzoeksvraag formuleren:

“Welke soorten familiebedrijven moeten welke vormen van waarborgen verlenen bij het bekommen van kredietlijnen?”

Om tot een antwoord te komen op de centrale onderzoeksvraag wordt er doorheen de masterproef gebruik gemaakt van een aantal deelvragen. Deze deelvragen zullen elk op hun manier bijdragen tot de uiteindelijke conclusie. De vier deelvragen zijn:

- Welke invloed oefenen de verschillende managementvormen (familiaal versus niet-familiaal) uit op de waarborgverlening bij familiebedrijven?

- Welke eigendomsstructuur binnen familiebedrijven (geconcentreerd vs. verspreid) wordt als positief aanzien door de financiële instellingen en leidt tot een lagere graad van waarborgverlening?
- Wat is de invloed van een combinatie tussen het management en de eigendomsstructuur op de waarborgverlening bij familiebedrijven (specifieke case: invloed van familiale CEO met geconcentreerd eigendom of verspreid eigendom)?
- Welke invloed oefenen de verschillende generaties (oprichter versus opvolger) in een familiebedrijf uit op de waarborgverlening bij familiebedrijven?
- Welke invloed oefenen algemene determinanten omtrent het familiebedrijf, de kredietverlener en het krediet uit op de waarborgverlening?

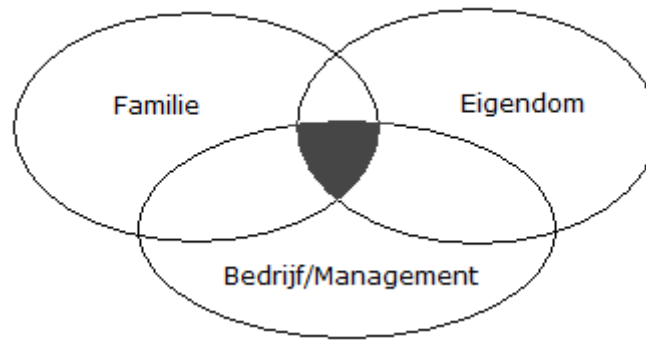
HOOFDSTUK 2: FAMILIEBEDRIJVEN

2.1 Definitie

Familiebedrijven hebben een grote rol in de hedendaagse maatschappij. Ze zorgen voor welvaartcreatie omdat ze zo talrijk zijn; ze omvatten namelijk 75-90% van de wereldindustrie (Lank, Owens, Martinez, & Riedel, 1994). "Net als bij alle andere bedrijven is het doel van een familiebedrijf het vinden van een balans tussen het waarborgen van continuïteit van het bedrijf en het creëren van winstgevendheid door de productie van goederen of het leveren van diensten" (pp. 9) (Ceysens, 2008). Volgens Westhead en Howorth (2007) starten familiebedrijven niet altijd om winstgevendheid na te streven, maar kunnen ze ook de familiale of sociale behoeften nastreven.

Wat zorgt er nu voor dat een bedrijf ook een familiebedrijf is? Op deze vraag kan een antwoord gevonden worden omtrent het emotionele aspect dat binnen familiebedrijven heerst. De familieleden binnen een familiebedrijf hebben nauwere banden met elkaar dan wanneer niet-familieleden een bedrijf runnen (Sharma, 2004). Een voorbeeld hiervan is dat conflicten tussen familieleden langer kunnen aanslepen omdat ze de familiebanden niet willen aantasten. De bedrijfsvoering kan dus beïnvloed worden door deze emotionele aspecten. Een duurzaam familiebedrijf kan enkel overleven indien er voortdurend ondernemerschap, familiale betrokkenheid en professioneel management aanwezig is (Johannisson & Huse, 2000). Het familiebedrijf moet deze drie ideologieën nastreven en juist handelen met de spanning tussen ondernemerschap, paternalisme en management. Hierdoor kunnen familiebedrijven zich onderscheiden van andere bedrijven.

Tagiuri en Davis (1996) leggen de nadruk op de familie bij het bespreken van familiebedrijven. Ze geven familiebedrijven weer als een combinatie van de familie, de eigendom en het management. In figuur 1 wordt dit drie-cirkelmodel weergegeven. In deze figuur is zichtbaar dat de familie zowel de eigendom kan bezitten, als in het management kan zetelen. Daarnaast is het ook mogelijk dat de familie slechts één of geen van beide bezit. Om ervoor te zorgen dat het familiebedrijf optimaal presteert, is het belangrijk dat de drie groepen in evenwicht zijn, wat namelijk de grote uitdaging is voor een familiebedrijf. In de grijze zone komen de drie groepen samen. Hier bezit een familielid aandelen en wordt het ook tewerkgesteld binnen het familiebedrijf. Voor deze persoon is het zeer belangrijk dat er een goed evenwicht wordt gevonden tussen de drie groepen. Als familielid wil hij/zij namelijk dat er goed wordt samengewerkt binnen de familie. Als werknemer wil hij/zij dat het bedrijf goede prestaties levert om de continuïteit te vrijwaren. Ten slotte wil hij/zij als eigenaar een opbrengst op de aandelen die hij/zij bezit.



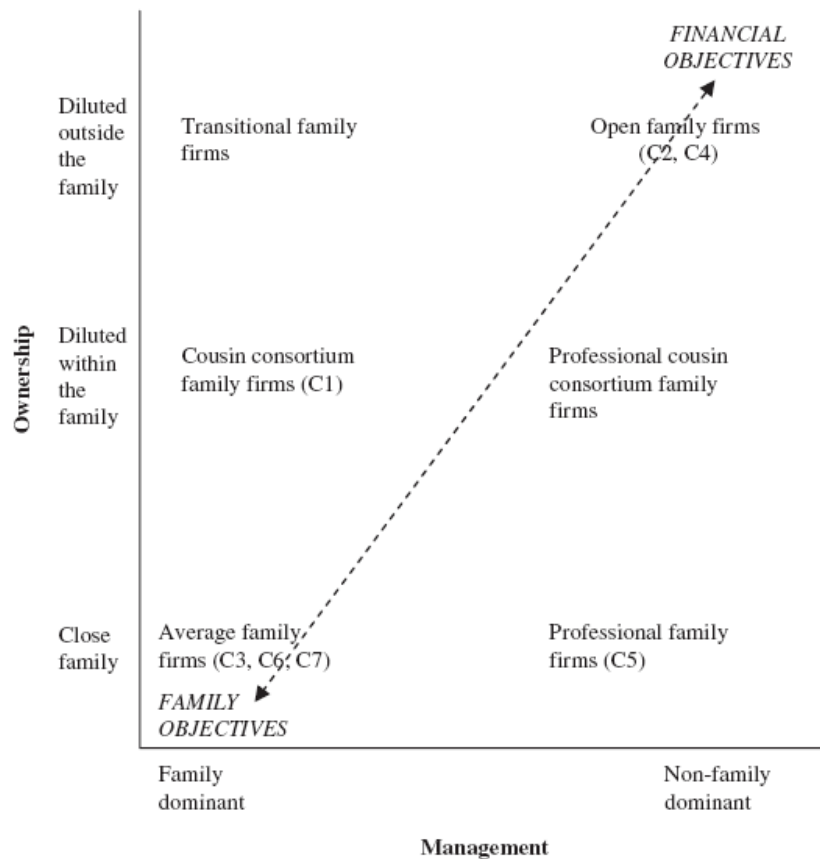
*Figuur 1: het drie-cirkelmodel
(Tagiuri & Davis, 1996)*

Ondanks dezelfde doelstellingen voor familiebedrijven en andere bedrijven heerst er toch veel onenigheid over wat nu precies een familiebedrijf is. Zo zijn er in de literatuur veel verschillende definities terug te vinden. Chua, Chrisman, en Sharma (1999) hebben een verzameling gemaakt van definities van familiebedrijven (bijlage I). Uit deze definities blijkt dat er drie combinaties bestaan om als familiebedrijf bestempeld te worden, namelijk (1) familiaal eigendom en familiaal management, (2) familiaal eigendom en geen familiaal management, en (3) geen familiaal eigendom, maar wel familiaal management. Indien een bedrijf voldoet aan combinatie (1) dan is het zeker een familiebedrijf. Indien een bedrijf voldoet aan combinatie (2) of (3) is er onenigheid of het al dan niet een familiebedrijf betreft. Combinatie (2) is eerder een familiebedrijf dan combinatie (3). Chua et al. (1999) vinden dat deze structuren niet altijd van belang zijn, maar wel dat een familiebedrijf gekenmerkt wordt door een bepaalde bedrijfsfilosofie. Het unieke van een familiebedrijf wordt gevormd door de eigendom, de governance, het management, en de opvolging die de doelstellingen, de strategie, en de structuur van het bedrijf beïnvloeden. Daarnaast is de formulering, het ontwerpen en het implementeren van de eigendom, de governance, en het management van groot belang.

Indien de familie de eigendom bezit, is men het er in de literatuur nog niet altijd over eens of het ook echt een familiebedrijf is. Er zijn namelijk verschillende mogelijkheden van familiaal eigendom (Chua et al., 1999):

- een individu;
- twee personen, niet gerelateerd door bloed of huwelijk;
- twee personen, gerelateerd door bloed of huwelijk;
- een gezin ('nuclear family');
- meerdere gezinnen;
- een verspreide familie;
- meerdere verspreide families;
- het publiek.

Over het algemeen is men er van overtuigd dat wanneer de eigendom en management in handen is van een gezin ('nuclear family'), dus de naaste familieleden, men kan aanemen dat het een familiebedrijf is. Over de andere vormen van eigendom heerst nog twijfel tussen auteurs. Niet in alle familiebedrijven is de eigendom en management volledig in handen van de familie, waardoor het vaak moeilijk is om een onderscheid te maken tussen een familiebedrijf en een niet-familiebedrijf. Door verschillende combinaties te maken tussen de eigendom en het management kunnen er nog andere familiebedrijven gevormd worden. Westhead en Howorth (2007) hebben verschillende soorten familiebedrijven benoemd op basis van de eigendomsstructuur en het management (figuur 2). Zo heeft men drie verschillende groepen gecreëerd met allen een verschillend niveau van eigendom. Een eerste groep eigenaars zijn de naaste familieleden die de controle behouden, meestal een gezin. Een tweede groep ontstaat wanneer de eigendom verdeeld wordt onder de volledige familie. De derde groep ontstaat wanneer er ook niet-familieleden eigenaar zijn. Naast de opdeling van de eigendom heeft men ook een onderscheid gemaakt tussen management gedomineerd door de familieleden en management gedomineerd door niet-familieleden. Op basis van deze twee kenmerken hebben Westhead en Howorth (2007) zes verschillende types van familiebedrijven ontwikkeld, gaande van 'average family firms' (meest familiaal) tot 'open family firms' (minst familiaal).



*Figuur 2: verschillende 'types' van familiebedrijven
(Westhead & Howorth, 2007 pp. 411)*

Zoals hierboven aangehaald is, is er geen consensus over wat nu juist een definitie van een familiebedrijf is. Binnen deze masterproef geldt enkel het criterium dat 50% van de eigendom in handen moet zijn van de familie. Daarnaast vinden we wel dat Chua et al. (1999) een goede definitie van familiebedrijven voorstellen, namelijk: "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" (pp.25). Hierbij moet opgemerkt worden dat dit voor ons een goede definitie is, maar dat er nog andere definities bestaan die ook correct zijn.

Er zijn een aantal elementen die naar voor komen in de definitie. Ten eerste zal een familiebedrijf een visie uitdragen die opgesteld is door de dominante familie. De definitie laat open tot wie de visie gericht is, namelijk de eigenaars en/of de managers. Daarnaast laat men ook in het midden of

die visie in het belang van de familie of de maatschappij moet zijn. Ten tweede wordt in deze definitie een familiebedrijf gekenmerkt door een dominante coalitie, die door de familie gecontroleerd wordt. Volgens de aangehaalde definitie is het niet noodzakelijk dat de familie meer dan 50% van de eigendom zelf in handen heeft. Dit gaat in tegen de definitie die wij in deze masterproef hanteren, namelijk 50% van de eigendom moet in handen van de familie zijn. Ten derde is het voldoende indien er een mogelijkheid is tot een familiale opvolger. Dit wil zeggen dat er nog geen zekerheid moet zijn dat er een familiale opvolger is, maar er is wel meer kans dat het bedrijf als familiebedrijf bestempeld wordt (Churchill & Hatten, 1987). Ten slotte kan volgens de aangehaalde definitie de visie van het familiebedrijf veranderd worden zonder dat het ervoor zorgt dat het geen familiebedrijf meer is. Hiervoor moet er wel aan twee voorwaarden voldaan zijn: (1) de verandering van de visie wordt doorgevoerd door de dominante coalitie die gecontroleerd wordt door de familie, en (2) de nieuwe visie moet steeds werken in het belang van de verwachte toekomstige welvaart van de familie.

De tabel in bijlage II geeft weer dat deze definitie voldoet voor de verschillende kenmerken die een familiebedrijf typeert. De meeste onenigheid bestaat er omtrent de combinatie familiaal management en geen familiaal eigendom. Chua et al. (1999) nemen deze combinatie op onder de voorwaarden dat het familiaal management de controle heeft over de dominante coalitie en het familiaal management de visie toepast. Hieruit kan men afleiden dat familiebedrijven een heterogene groep vormen.

2.2 Theorieën binnen familiebedrijven

Binnen familiebedrijven staan twee theorieën centraal, namelijk de agency theorie en de stewardship theorie. De familie staat binnen beide theorieën centraal. Het is dus van belang om beide theorieën even algemeen toe te lichten, om ze daarna toe te passen op de determinanten van waarborgverlening, die verder in deze masterproef besproken worden. Er wordt zowel een algemeen kader, alsmede hun invloed op de waarborgverlening besproken.

2.2.1 Agency theorie

In elk soort bedrijf, ook in familiebedrijven, zijn er agency relaties. Zo'n agency relatie is een contract waarin één of meerdere personen (principaal) een andere persoon (agent) motiveren om diensten te leveren ten voordele van die principaal (Jensen & Meckling, 1976). Als beide partijen hun eigen nut willen maximaliseren, is het mogelijk dat de agent niet doet wat het meeste nut oplevert voor de principaal (Jensen & Meckling, 1976). Indien beide partijen andere belangen nastreven ontstaan er agency problemen, en dus agency kosten.

In private familiebedrijven kampt men met twee soorten agency problemen, namelijk het 'shareholder-manager' agency conflict en het 'shareholder-debtholder' agency conflict (Steijvers & Voordeckers, 2009a). Het specifieke agency probleem dat centraal staat in dit onderzoek is het 'shareholder-debtholder' agency conflict. Daarnaast zullen er ook agency problemen ontstaan door het 'shareholder-manager' conflict, die hun effect hebben op de relatie tussen het familiebedrijf en de financiële instelling. In het verder verloop van deze masterproef zal er verwezen worden naar agency problemen indien het gaat over het 'shareholder-manager' conflict, daarnaast zal er duidelijk aangegeven worden indien het gaat over het 'shareholder-debtholder' conflict. Binnen het 'shareholder-debtholder' conflict staan de aandeelhouders (de familieleden) tegenover de schuldeisers. Het is namelijk zo dat de aandeelhouders niet altijd dezelfde doelstellingen hebben als de schuldeisers. De aandeelhouders hebben graag zoveel mogelijk winst of het is mogelijk dat ze bepaalde middelen onttrekken van het bedrijf voor de familie, terwijl de schuldeisers erop rekenen dat de schulden bij hun op tijd en correct worden afgelost. Volgens Steijvers en Voordeckers (2009a) is er geen precieze uitkomst omtrent het 'shareholder-debtholder' conflict binnen familiebedrijven. Het is enerzijds mogelijk dat de niet-gediversifieerde aandelenportefeuille van de familiale eigenaars ervoor zorgt dat deze een lange termijn visie nastreven. Hierdoor kunnen ze ook een vertrouwensrelatie met de financiële instelling opbouwen, die vrij is van agency problemen. Deze vertrouwensrelatie zorgt er op haar beurt voor dat er schulden aangegaan kunnen worden tegen betere voorwaarden (Ang, 1992). Anderzijds is het wel mogelijk dat het familiale karakter ervoor kan zorgen dat het agency conflict tussen de familiale eigenaars en de schuldeisers vergroot. Dit kan ontstaan indien de familie de eigen welvaart boven de welvaart van het bedrijf stelt, waardoor het mogelijk is dat ze middelen gaat onttrekken van het bedrijf. Doordat het bedrijf minder middelen heeft, kan het er ook voor zorgen dat er terugbetalingsmoeilijkheden ontstaan ten opzichte van de financiële instelling (Voordeckers & Steijvers, 2006).

Daarnaast is het mogelijk dat er informatieasymmetrie ontstaat tussen de financiële instelling en het familiebedrijf omwille van het feit dat de kredietverlener ('debtholder') niet over evenveel informatie beschikt als de eigenaars van het familiebedrijf. Als gevolg van deze informatieasymmetrie kan het zijn dat de financiële instelling aangepaste voorwaarden opstelt omtrent de kredietverlening. Indien het agency probleem tussen de financiële instelling en het familiebedrijf groot genoeg is voor de financiële instelling, zal dit in de prijs van het krediet weerspiegeld worden (Steijvers & Voordeckers, 2009a). Volgens Steijvers en Voordeckers (2009a) kan dit op twee manieren voorkomen: een expliciete of impliciete prijs. De expliciete prijs weerspiegelt een hogere intrestvoet, terwijl de impliciete prijs onderpand vereist. In dit onderzoek zal enkel ingegaan worden op de impliciete prijs. De mate waarin familiebedrijven met onderpand financieren, kan men linken met de 'gezondheid' van het bedrijf (Harris & Raviv, 1991). Voor 'gezonde' bedrijven is het voordeliger om met onderpand schulden aan te gaan omdat dit minder kost dan een hogere intrestvoet.

Financiële instellingen worden geconfronteerd met verschillende soorten 'agency costs of debt' bij kredietverlening aan familiebedrijven (Jensen & Meckling, 1976). De manager kan met het ontleende geld investeren in projecten met een hoge payoff, maar ook met een lage kans op succes. Dit kunnen financiële instellingen voorkomen door te investeren in monitoring en 'bonding' kosten. Monitoring kosten zijn kosten die nodig zijn om na te gaan of men met het opgenomen krediet doet wat men ook effectief wou doen. 'Bonding' kosten daarentegen zijn een manier om tegen lagere kosten kredieten te verstrekken, namelijk door het gebruik van onderpand. Daarnaast kunnen er in de kredietovereenkomst verschillende convenanten opgenomen worden, zoals bijvoorbeeld een bepaald percentage Return on Investment behouden. Indien dit percentage niet behouden wordt, kan de financiële instelling de kredietverlening stopzetten. Het gedrag van de familiebedrijven wordt op deze manier beïnvloed (Smith & Warner, 1979). Een laatste grote kost voor financiële instellingen zijn de faillissementskosten en reorganisatiekosten. In geval van een faillissement is het nooit zeker hoe groot het deel is dat men kan terugvorderen.

2.2.2 Stewardship theorie

Een tweede centrale theorie is de stewardship theorie. De basis van deze theorie is een steward wiens gedrag zo gericht is dat pro-organisationale en collectivistische handelingen een hoger nut hebben voor die steward dan individualistische handelingen (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997). Het verschil met de agency theorie is dat de stewardship theorie hier weergeeft dat de steward niet zijn eigen doelen nastreeft, maar wel die van de principaal (Davis et al., 1997). De stewardship theorie houdt dus in dat de werknemers meer belang hechten aan samenwerking dan aan hun eigen verdiensten, ook al liggen de interesses van de steward en de principaal niet op één lijn (Davis et al., 1997). In zo'n geval kan de steward een hoger nut bekomen door samen te werken met de principaal (Davis et al., 1997).

Doordat de steward meer voldoening heeft door de samenwerking is het logisch en rationeel dat hij samenwerkt met de principaal (Davis et al., 1997). De steward gelooft dat, wanneer hij de familiale doelstellingen nastreeft, hij ook zijn persoonlijke behoeften realiseert (Davis et al., 1997). Hieruit kan men afleiden dat een steward eerder gericht is op de familiale doelstellingen, zoals het aanwenden van familieleden in het bedrijf, dan op zijn persoonlijke doelstellingen zoals een hoog maandloon. Daarnaast is het niet noodzakelijk om de steward te controleren. De principaal kan hem vertrouwen en dit weet de steward ook waardoor hij gemotiveerd is om de doelstellingen van de principaal na te streven (Davis et al., 1997). De steward voelt zich op die manier een beetje mede-eigenaar van het bedrijf, wat nog een extra stimulans is om ten voordele van de principaal te werken. Er kan zelfs een averechts effect ontstaan als de principaal teveel controleert, waardoor de steward minder gaat presteren als gevolg van een lage motivatie (Agyris, 1964).

De relatie tussen de financiële instelling en het familiebedrijf ('shareholder-debtholder' relatie) kan ook bekeken worden vanuit de stewardship theorie. Vanuit de stewardship theorie zal het familiebedrijf handelen als een steward en de financiële instelling als een principaal. Dit wil zeggen dat het mogelijk is dat het familiebedrijf niet zijn eigen doelstellingen nastreeft, maar handelt in het belang van de financiële instelling. In dit geval zal het familiebedrijf alles in het werk stellen om een zo optimaal mogelijke relatie met de financiële instelling te behouden. Specifiek kan dit inhouden dat het familiebedrijf meer informatie over het bedrijf doorgeeft aan de financiële instelling, zodat deze betere beslissingen kan nemen betreffende het toekennen van krediet aan dat specifieke familiebedrijf.

2.3 Waarborgverlening bij familiebedrijven

Vroegere studies over kredietverlening hebben zich vooral gebaseerd op de rol van de intrestvoet als de prijs voor krediet. Tegenwoordig focust men zich meer en meer op de rol van waarborgen als de prijs voor het krediet. Zo hebben Booth en Booth (2006) aangetoond dat 75% van de kredieten in de Amerika worden uitgegeven met onderpand als een soort zekerheid op terugbetaling. Indien het bedrijf in kwestie niet kan terugbetalen, wordt dit onderpand opgeëist door de financiële instelling. Studies tonen aan dat vooral kleinere bedrijven gebruik maken van onderpand om hun financiering te kunnen dekken (Black, de Meza, & Jeffreys, 1996). Onderpand heeft een belangrijke rol in de relatie tussen kredietverlener en kredietnemer. De kredietverlener moet namelijk correct terugbetaald worden, zo niet heeft hij het recht om het onderpand in bezit te nemen. Zonder deze rechten voor de kredietverlener zou het niet mogelijk zijn om aan alle bedrijven kredieten te verlenen (La Porta, Lòpez-de Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997). Er zijn altijd bedrijven die zonder waarborgen voldoende zekerheid geven omtrent de kredietvoorwaarden en zo kredieten kunnen bekomen.

Zoals hierboven aangehaald is, ontstaat het 'shareholder-debtholder' probleem door informatieasymmetrie tussen beide partijen (Steijvers & Voordeckers, 2009a). Zoals in het praktijkprobleem aangehaald is, heeft informatieasymmetrie een grote invloed op het ontstaan van problemen binnen de relatie tussen het familiebedrijf en de financiële instelling. Uit informatieasymmetrie problemen ontstaan namelijk problemen omtrent 'moral hazard' en 'adverse selection' (Chua, Chrisman, & Litz, 2004). Het al dan niet eisen van waarborgen wordt sterk bepaald door de mate van 'moral hazard', 'adverse selection' en dus onrechtstreeks door informatieasymmetrie (Manove, Padilla, & Pagano, 2001; Steijvers et al, 2010). Onderpand kan dienst doen om deze problemen tussen beide partijen te verminderen of volledig weg te werken.

'Moral hazard' ontstaat doordat de financiële instelling niet kan nagaan wat het bedrijf effectief met het opgenomen krediet doet. Het is mogelijk dat het opgenomen krediet in risicovolle of

onproductieve projecten geïnvesteerd wordt (Manove et al., 2001). Financiële instellingen hebben geen zekerheid omtrent de aanwending van het opgenomen krediet door de bedrijven. Om dit probleem te voorkomen, hebben financiële instellingen de mogelijkheid om onderpand te eisen. De kredietnemer zal het krediet, dat gepaard gaat met onderpand, zo efficiënt mogelijk gebruiken. Hij loopt namelijk het risico (een deel van) zijn bezittingen te verliezen indien hij zich niet houdt aan de kredietvoorwaarden. Een voorbeeld van het schenden van zo'n voorwaarde is bijvoorbeeld het krediet niet kunnen terugbetalen. Het gebruik van onderpand kan hier gezien worden als een 'incentive' mechanisme dat ervoor zorgt dat het bedrijf efficiënt handelt, zodat het geen problemen ondervindt omtrent de opgelegde kredietvoorwaarden (Chen, 2006).

'Adverse selection' ontstaat indien er verschillen zijn in de projecten waarvoor bedrijven krediet aanvragen (Manove et al., 2001). Zo halen Manove et al. (2001) aan dat er projecten zijn met een lage kans op slagen en projecten met een hoge kans op slagen. Het bedrijf kent de slaagkans van haar project, maar dit geldt niet voor de financiële instelling. Om ervoor te zorgen dat de financiële instelling ook kennis heeft van de slaagkans, kan het een doorlichting uitvoeren van het desbetreffende bedrijf (Manove et al., 2001). Op basis van deze doorlichting kan er beslist worden om het krediet al dan niet toe te kennen. Enkel de projecten met een hoge kans op slagen zullen een krediet verkrijgen. De kosten die gemaakt zijn voor de doorlichting van de projecten die geen kredietverlening krijgen, moeten ook vergoed worden. De bedrijven met goede projecten zullen dit dan moeten bekostigen. Deze bedrijven proberen zich dus op een andere manier te onderscheiden van de bedrijven met projecten met een lage kans op slagen. Dit doen ze door het aanbieden van waarborgen. Bedrijven met minder projecten zullen dit niet kunnen imiteren omdat de kans te groot is dat hun project mislukt en ze dus ook hun onderpand moeten afstaan. De financiële instellingen kunnen hieruit afleiden dat ze de kredietnemers, die onderpand aanbieden, niet meer moeten doorlichten. Door het aanbieden van onderpand kunnen deze bedrijven met goede projecten de kosten van de doorlichting omzeilen. Het gebruik van onderpand is dus een signaal naar de financiële instelling toe omtrent de kredietwaardigheid van het familiebedrijf (Chan & Kanatas, 1985).

Zoals in bovenstaande alinea aangehaald is, zal een doorlichting de informatieasymmetrie verminderen of wegwerken. Kredietnemers zullen door middel van onderpand een positief signaal kunnen geven naar de financiële instelling toe omtrent hun kredietwaardigheid (Chan & Kanatas, 1985). Door het geven van onderpand kan de kredietnemer een goedkoper krediet bekomen, namelijk een lagere intrestvoet, maar tegelijkertijd loopt hij ook het risico om zijn onderpand te verliezen wanneer het project niet voldoende opbrengt (Leeth & Scott, 1989). Indien het project een hoge kans op slagen heeft, doet de kredietnemer er best aan om onderpand in te brengen. Naast het goedkoper krediet dat men kan bekomen door het gebruik van onderpand, zijn er nog drie andere voordelen.

Ten eerste zal onderpand ervoor zorgen dat de agency kosten dalen, die op hun beurt zorgen voor een daling van de kosten van schuldfinanciering ('costs of debt') door het voorkomen van het 'asset substitution' probleem en het verminderen van het 'underinvestment' probleem (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977). Het 'asset substitution' probleem ontstaat wanneer de kredietnemer na het ontvangen van het krediet overschakelt van investeren in risicoloze projecten naar investeren in risicovolle projecten (Jensen & Meckling, 1976). Indien de risicovolle projecten succesvol uitgevoerd worden, zullen de volledige opbrengsten naar het bedrijf in kwestie gaan, namelijk de kredietnemer. Bij een mislukking zal de kredietverlener echter wel betrokken worden in de verliezen.

Daarnaast kan het 'underinvestment' probleem vermeden worden door onderpand te gebruiken. 'Underinvestment' ontstaat als er projecten met een lage opbrengst en een laag risico niet uitgevoerd kunnen worden omdat er oorspronkelijk enkel krediet zonder waarborgen beschikbaar is (Myers, 1977). Alle kredietverlening gaat in dit geval gepaard met intresten. Deze zullen hoog zijn omdat er veel bedrijven de financiële instelling misleiden door het krediet te investeren in risicovolle projecten. De bedrijven die het krediet echter aanwenden voor projecten met een lage opbrengst en laag risico zullen deze extra kosten niet kunnen vergoeden. De opbrengsten van een project met een laag risico kunnen de intrestkosten niet compenseren, waardoor deze projecten niet uitgevoerd kunnen worden. Onderpand kan dit probleem verhelpen door de financiering van deze projecten met een laag risico te laten samengaan met het in pand geven van activa van de kredietnemer. Het risico bij deze projecten is voldoende laag zodat de kredietnemer gerust is in het geven van onderpand. Op deze manier kan men de verplaatsing van de welvaart van de aandeelhouders naar de houders van krediet zonder onderpand verminderen (Steijvers et al, 2010).

Een tweede voordeel van krediet met onderpand is dat de mogelijke aanspraken bij een faillissement beperkt worden en er aandeelhouderswaarde gecreëerd wordt (Scott, 1977). Indien het zover komt, zullen de middelen (activa) van het bedrijf zich verplaatsen van de kredieten zonder onderpand naar de kredieten met onderpand. Doordat familiebedrijven met behulp van onderpand meer krediet kunnen verkrijgen dan dit het geval is indien er geen onderpand wordt ingebracht, kan er meer geïnvesteerd worden waardoor de waarde van het familiebedrijf en dus ook de aandeelhouderswaarde stijgt. Onder de assumptie dat de financiële instelling perfecte informatie heeft over de investeringsprojecten waarvoor krediet gevraagd wordt, kan deze de intrestvoet zo bepalen dat kredieten met onderpand een lagere intrestvoet hebben dan kredieten zonder onderpand (Steijvers et al., 2010).

Ten derde kan onderpand dienen als een indirecte bron van informatie van de kredietnemer naar de kredietverlener (Steijvers et al., 2010). Indien de kredietnemer onderpand verkiest en zo dus een lagere intrestvoet ontvangt, zal hij wel het risico lopen om het onderpand te verliezen indien

het project te lage opbrengsten heeft (Chan & Kanatas, 1985; Bester, 1985; Besanko & Thakor, 1987; Chan & Thakor, 1987). Wanneer de kredietnemer de kans op lage opbrengsten hoog inschat, zullen de nadelen van het verliezen van het onderpand groter zijn dan de voordelen van een lagere intrestvoet. Het logische gevolg is dat de kredietnemer geen onderpand zal inbrengen. Hieruit kan men concluderen dat het gebruik van onderpand een soort van signaleringsrol heeft naar de financiële instelling toe omtrent de risicograad van het te financieren project (Steijvers et al., 2010).

Naast de voordelen moet er ook rekening gehouden worden met de nadelen die verbonden zijn aan waarborgverlening. Zo zorgt onderpand ervoor dat de kredietnemer in de toekomst beperkt wordt in het (overdadig) aangaan van kredieten bij andere financiële instellingen (Mann, 1997a; Mann, 1997b). De financiële instellingen kunnen vaststellen dat de kredietnemer al een schuld heeft bij een andere financiële instelling, waardoor die gedetailleerder kan nagaan of de kredietnemer in staat is om beide kredieten correct te kunnen terugbetalen. Daarnaast moet de kredietverlener bepaalde kosten maken om het onderpand goed te kunnen beheren. Voorbeelden hiervan zijn het controleren (monitoren) van het onderpand, administratieve kosten, etc. (Steijvers et al., 2010). Deze kosten stijgen naarmate het onderpand minder liquide wordt. Voor de kredietnemer zijn er ook extra kosten zoals het opmaken van verplichte documenten voor financiële instellingen, bijvoorbeeld het akkoord zijn met de opgemaakte schuldconvenanten (Steijvers et al., 2010).

Uiteindelijk kan een hogere mate van bescherming van de kredietverlener, door het toekennen van onderpand, zorgen voor goedkopere kredieten, zoals betere kredietvoorwaarden met betrekking tot de betalingstermijn, de intrestvoet, etc. (Manove et al., 2001; Voordeckers & Steijvers, 2006). Er moet wel rekening worden gehouden met het feit dat het gebruik van teveel onderpand kan leiden tot inefficiënties in de kredietmarkt (Manove et al., 2001).

2.3.1 Zakelijk onderpand versus persoonlijk onderpand

Zoals in het praktijkprobleem al is aangehaald, is er een wezenlijk verschil tussen zakelijk onderpand en persoonlijk onderpand. Zowel de financiële instelling als het familiebedrijf moet hier een goede afweging maken in welke mate ze gebruik maken van zakelijk of persoonlijk onderpand. Chan en Kanatas (1985) hebben geconcludeerd dat zakelijk en persoonlijk onderpand gelijkaardig zijn. Mann (1997b) daarentegen geeft aan dat persoonlijk onderpand wel degelijk effectiever is in het beperken van het risicogedrag van de kredietnemer. Bij persoonlijk onderpand gaat het namelijk om persoonlijke bezittingen van de eigenaar of van de CEO, waardoor deze voorzichtiger omgaat met de risico's omdat hij zijn persoonlijke bezittingen kan verliezen. De persoon in kwestie zal hier de gevolgen van zijn risicovolle gedrag meer voelen dan dit het geval is wanneer bedrijfsmiddelen (zakelijk onderpand) gebruikt worden. Hieruit kan men afleiden dat de

signaleringsrol van zakelijk onderpand ten opzichte van persoonlijk onderpand beperkt is (Steijvers et al., 2010). Dit blijkt ook uit het imitatie-effect dat Brick en Palia (2007) hebben onderzocht. Dit houdt in dat een eigenaar van een goed functionerend bedrijf persoonlijk onderpand kan inbrengen, in tegenstelling tot een slecht functionerend bedrijf wat dit niet kan. Dit komt omdat het slecht functionerend bedrijf teveel risico loopt om zijn persoonlijke bezittingen te verliezen. Door het gebruik van persoonlijk onderpand kan een goed functionerend bedrijf zich onderscheiden van de minder presterende bedrijven.

Persoonlijk onderpand kan gezien worden als een substituut van het eigen vermogen van een familiebedrijf (Steijvers et al., 2010). Het eigen vermogen van het familiebedrijf komt van de eigenaars, die het bedrijf gefinancierd hebben met hun eigen kapitaal. Bij een faillissement wordt het eigen vermogen of het persoonlijk onderpand gebruikt om de schuldeisers af te lossen. Beide kunnen dus gebruikt worden om een bepaalde zekerheid voor de kredietverlener te verschaffen.

Het gebruik van persoonlijk onderpand hangt nauw samen met de welvaart van de eigenaars (Avery et al., 1998). Als de eigenaar niet de middelen heeft om persoonlijk onderpand in te brengen, kan het bedrijf bepaalde opportuniteiten mislopen. Zowel bij zakelijk als persoonlijk onderpand heeft de kredietnemer een beperktere bewegingsvrijheid. Enkel de gevolgen van de bewegingsvrijheid van de kredietnemer omtrent het persoonlijk onderpand zijn groter (Brick & Palia, 2007). Daarnaast is het welvaartsaspect ook belangrijk omdat financiële instellingen meer vertrouwen zullen hebben in welvarende personen die persoonlijk onderpand gebruiken dan in minder welvarende personen die persoonlijk onderpand gebruiken (Avery et al., 1998). Dit komt omdat welvarende personen niet snel geneigd zijn om hun welvaart op het spel te zetten met projecten waarin zij veel kunnen verliezen. Ze zullen dus enkel persoonlijk onderpand geven indien ze een bepaalde mate van zekerheid hebben dat het project winstgevend is en ze kunnen voldoen aan de kredietvoorwaarden.

Zowel het 'adverse selection' als het 'moral hazard' probleem kunnen efficiënter en effectiever verminderd/opgelost worden door het gebruik van persoonlijk onderpand. Door persoonlijk onderpand te gebruiken, kunnen kredietnemers de kwaliteit van hun bedrijf/project weergeven. Op deze manier wordt het 'adverse selection' probleem verminderd (Bester, 1985). Daarnaast kan persoonlijk onderpand ervoor zorgen dat de kredietnemers geen middelen van het bedrijf gaan onttrekken waardoor het bedrijf mogelijk niet meer in staat is om het krediet terug te betalen (Avery et al., 1998). Het krediet is namelijk verbonden met persoonlijke bezittingen, die men kan verliezen bij het niet naleven van de kredietvoorwaarden.

2.4 Kredietrantsoenering

De relatie tussen de kredietverlener en de kredietnemer wordt gekenmerkt door informatieasymmetrie, dat op haar beurt ervoor kan zorgen dat er kredietrantsoenering ('credit rationing') kan ontstaan (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Kredietrantsoenering ontstaat indien er een grotere vraag naar kredieten is vanwege de bedrijven dan er een aanbod is van de financiële instellingen en dit aan de evenwichtsprijs (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Deze evenwichtsprijs is de prijs die betaald wordt voor een lening, namelijk de intrestvoet. In theorie zouden de intrestvoeten kunnen stijgen waardoor de vraag naar leningen zal dalen en er terug een evenwicht is tussen vraag en aanbod. In dit geval is er geen sprake van kredietrantsoenering (Stiglitz & Weiss, 1981). Dit is echter niet altijd de beste oplossing. Indien een financiële instelling alle kredietaanvragen goedkeurt en een hoge intrestvoet aanrekent, zal het niets kunnen recupereren als bedrijven in faling gaan en het krediet niet meer kunnen terugbetalen. Om het probleem van kredietrantsoenering te verminderen of op te lossen, kan er gebruik gemaakt worden van onderpand om zo toch krediet te kunnen bekomen. Het onderpand kan een signaal uitsturen naar de financiële instelling toe omtrent de kredietwaardigheid van het familiebedrijf (d.w.z. de mate waarin het familiebedrijf kan voldoen aan de kredietvoorwaarden). Met behulp van dit signaal is het mogelijk dat een familiebedrijf onder kredietrantsoenering toch krediet kan bekomen.

Kredietrantsoenering houdt in dat bepaalde kredietnemers geen mogelijkheid hebben om krediet aan te gaan bij een financiële instelling aan de huidige intrestvoet, terwijl andere kredietnemers wel de mogelijkheid hiervoor hebben (Stiglitz & Weiss, 1981). Daarbij komt nog dat de kredietnemers die geen krediet kunnen aangaan aan de huidige intrestvoet, dit ook niet kunnen tegen een verhoogde intrestvoet. Koning en Scholtens (1996) specificeren deze definitie, namelijk dat een kredietnemer geen krediet kan bekomen aan de marktprijs of zelfs erboven, terwijl een andere kredietnemer waarvan de risico-opbrengstverhouding hetzelfde is wel krediet kan bekomen. Om dit probleem op te lossen, kan onderpand gebruikt worden.

Volgens Jaffee en Stiglitz (1990) zijn er verschillende soorten kredietrantsoenering, afhankelijk van hoe het vraagoverschot bepaald wordt, zoals bijvoorbeeld de duur van het vraagoverschot en welke factoren het vraagoverschot veroorzaken (Steijvers, Voordeckers & Mercken, 2004). Een eerste soort kredietrantsoenering is 'interest rate rationing'. Hierbij gaat men er vanuit dat wanneer de kredietnemer een grotere lening wil, dit ook tegen een hogere intrestvoet is. Dit is niet relevant voor deze masterproef omdat we enkel focussen op de waarborgverlening. Daarnaast is het logisch dat de intrestvoet stijgt naarmate er meer geleend wordt. De onzekerheid wordt namelijk groter. Een tweede soort kredietrantsoenering is 'divergent views rationing'. Op basis van deze visie gaan bepaalde kredietnemers geen krediet kunnen bekomen aan de intrestvoet die zij gepast vinden. Deze kredietnemers schatten hun risico te laag in waardoor ze risicovoller zijn dan ze laten uitschijnen. De derde vorm is 'redlining' waarbij de financiële instelling de kredietnemers gaat

opdelen in groepen en bepaalde groepen geen krediet toekennen. Voor de groepen die geen krediet toegekend krijgen, kan de financiële instelling met geen enkele intrestvoet een opbrengst behalen die voldoende is. De laatste vorm is 'pure credit rationing', wat ook de meest extreme vorm van kredietrantsoenering is. Bepaalde kredietnemers kunnen geen krediet bekomen, terwijl andere gelijkaardige kredietnemers dit wel kunnen.

In deze masterproef wordt voornamelijk gefocust op de 'pure credit rationing'. Deze vorm van kredietrantsoenering wordt in de meeste studies toegepast. De eerdergenoemde definities van kredietrantsoenering van Stiglitz en Weiss (1981) en Koning en Scholtens (1996) neigen ook meer naar 'pure credit rationing'. Daarnaast wordt ook vaak 'pure credit rationing' gebruikt. Bij kredietrantsoenering kan onderpand zeker zijn bijdrage hebben. De familiebedrijven die geen krediet kunnen bekomen van de financiële instelling, tegen een bepaalde intrestvoet, kunnen op basis van hun ingebrachte onderpand toch nog het krediet bekomen.

Financiële instellingen zijn niet altijd bereid om de intrestvoet te laten stijgen omdat dit ook nadelen met zich meebrengt. Een hogere intrestvoet geeft namelijk aanleiding tot meer controle (monitoring) door de financiële instelling om zo zeker te zijn dat het krediet op de juiste manier aangewend wordt (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Daarnaast zijn er nog twee andere problemen, namelijk 'adverse selection' en 'moral hazard'. Deze zorgen ervoor dat financiële instellingen eerder geneigd zijn om krediet te rantsoeneren dan intrestvoeten te verhogen (Stiglitz & Weiss, 1981). Het 'adverse selection' probleem kan aangetoond worden doordat bij een vraagoverschot naar kredieten de financiële instelling de mogelijkheid heeft om de intrestvoet te verhogen tot het punt waar vraag en aanbod gelijk zijn. Indien dit gedaan wordt, zal de kredietverlener meer risicovolle kredietnemers aantrekken en kredietnemers met een laag risico niet aanvaarden. Dit willen de financiële instellingen vermijden waardoor de kredietnemers, die bereid zijn een hogere intrestvoet te betalen, afgewezen worden. De opbrengst die de kredietverlener ontvangt bij een verhoogde intrestvoet is lager dan bij een intrestvoet in evenwicht. Hieruit concluderen Stiglitz en Weiss (1981) dat er geen competitieve krachten zijn die de vraag gelijk kan stellen aan het aanbod.

Het andere probleem dat kan ontstaan als gevolg van het verhogen van de intrestvoet om vraag en aanbod in evenwicht te brengen, is het 'moral hazard' probleem (Stiglitz en Weiss, 1981). De financiële instelling kan niet op voorhand zekerheid verkrijgen omtrent de aanwending van het krediet door de bedrijven. Het toekomstige gedrag kan dus niet volledig nagegaan worden en hiermee zal de financiële instelling rekening houden bij het vastleggen van de intrestvoeten. Ook hier gaat de kredietverlener eerder krediet rantsoeneren omwille van de lagere opbrengst.

Algemeen kan aangenomen worden dat informatieasymmetrie leidt tot kredietrantsoenering indien het informatieprobleem onopgelost blijft (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Asymmetrische informatie kan door middel van kredietrantsoenering ervoor zorgen dat de opbrengst van de

financiële instellingen niet evenredig toeneemt met de intrestvoet (Steijvers et al., 2004). Het probleem van informatieasymmetrie is sterk aanwezig in familiebedrijven, waardoor kredietrantsoenering zeker een effect heeft binnen de groep van familiebedrijven.

Daar het niet interessant is voor familiebedrijven om geen krediet te kunnen opnemen, kan het gebruik van zakelijk en persoonlijk onderpand een oplossing zijn (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Zakelijk en persoonlijk onderpand zorgen voor een vermindering van de informatieasymmetrie tussen het familiebedrijf en de financiële instelling. Zoals eerder al aangehaald komt informatieasymmetrie vaker en in grotere mate voor bij familiebedrijven. De kredietnemer kan de echte waarde van het project waarvoor het krediet vraagt, signaleren door het in pand geven van zakelijk en/of persoonlijk onderpand (Steijvers et al., 2004). Als de kredietnemer beschikt over een project met een laag risico heeft het meer voordelen om onderpand te gebruiken in plaats van de intrestvoet. De intrestkosten vallen weg omwille van de inbreng van het onderpand. Bij projecten met een hoog risico zijn de kosten van het gebruik van onderpand hoger dan de intrestvoet. Bij deze laatste is er namelijk een groter risico dat de kredietnemer het onderpand verliest en daarom zal de kredietnemer ook geen krediet opnemen.

Stiglitz en Weiss (1981) hebben geconcludeerd dat het gebruik van onderpand het vraagoverschot niet kan wegwerken. Het 'moral hazard' probleem wordt wel verminderd doordat de kredietnemers geen grotere risico's nemen en zo het gevaar ontlopen hun onderpand te moeten inleveren. Daarnaast is er wel een stijging van het 'adverse selection' probleem. Dit komt omdat de mate van onderpand dat vereist wordt steeds groter wordt omwille van de steeds risicovollere projecten. Het 'adverse selection' probleem wordt veel groter dan dat het positieve effect van het 'moral hazard' probleem kan compenseren. Het voordeel voor de financiële instelling dat familiebedrijven minder risico's nemen indien onderpand gebruikt wordt, kan volgens Stiglitz en Weiss (1981) niet volledig tot zijn recht komen. Dit komt omdat de financiële instelling steeds meer onderpand eist, waardoor niet alle bedrijven nog kunnen voldoen aan die hoge eisen. Bijgevolg blijft kredietrantsoenering bestaan omwille van het feit dat er steeds bedrijven zijn die geen krediet kunnen verkrijgen, terwijl andere bedrijven dit wel kunnen, ondanks dat iedereen aan dezelfde voorwaarden moet voldoen.

Bester (1985; 1987) heeft daarentegen aangetoond dat het gebruik van onderpand het probleem omtrent kredietrantsoenering kan verhelpen. Bester (1985; 1987) gaat er vanuit dat de kredietnemers die krediet vragen voor projecten met een laag risico hun kredietwaardigheid kunnen signaleren door het in pand geven van zakelijk en/of persoonlijk onderpand. In dat geval zal de kredietnemer er alles aan doen om aan de kredietvoorwaarden te voldoen om zo geen terugbetalingsproblemen te krijgen. In deze redenering zal kredietrantsoenering enkel optreden indien de kredietnemers niet in staat zijn om het vereiste onderpand te kunnen aanbieden (Besanko & Thakor, 1987). Het 'moral hazard' probleem vermindert door het in pand geven van zakelijk en persoonlijk onderpand. Daarentegen zijn er studies die tot de conclusie komen dat

risicovolle bedrijven meer onderpand gebruiken (Chan & Kanatas, 1985). Algemeen is men het er in de literatuur wel over eens dat onderpand meer gebruikt wordt wanneer er informatieasymmetrie en dus 'adverse selection' en 'moral hazard' problemen zijn (Chan & Kanatas, 1985). Familiebedrijven die veel meer informatie bezitten dan de financiële instelling zullen dan ook meer met onderpand moeten financieren. Daarnaast kan er ook algemeen besloten worden dat er geen consensus is of zakelijk en persoonlijk onderpand als oplossing kunnen dienen voor kredietrisico's.

HOOFDSTUK 3: DETERMINANTEN VAN WAARBORGVERLENING VAN EEN HETEROGENE GROEP FAMILIEBEDRIJVEN

Familiebedrijven vormen een heterogene groep, zoals in het praktijkprobleem is aangehaald. Vandaar dat het interessant is om na te gaan welke kenmerken ervoor kunnen zorgen dat er meer of minder agency problemen ontstaan binnen het familiebedrijf en daardoor ook meer of minder agency problemen met de financiële instelling veroorzaakt worden. Het is ook mogelijk dat het familiebedrijf rechtstreeks al dan niet agency problemen ondervindt met de financiële instelling. We gaan hier achtereenvolgens na wat de invloed is van het management, de eigendom, en de generatie op de agency problemen zowel binnen het familiebedrijf als in relatie met de financiële instelling. Via deze agency problemen kunnen we dan de link leggen met de graad van waarborgverlening van de betreffende familiebedrijven.

3.1 Familiaal management versus niet-familiaal management (familiale CEO versus externe CEO)

Het management in een familiebedrijf speelt een belangrijke rol. Er is de keuze tussen een manager/CEO van binnen de familie (familiaal management) of een manager/CEO van buiten de familie (niet-familiaal management). Familiale CEO's zullen eerder familiale doelstellingen nastreven, terwijl externe CEO's eerder de financiële doelstellingen vooropstellen. Voorbeelden van familiale doelstellingen zijn o.a. de tewerkstelling van familieleden en het overleven van het bedrijf op lange termijn, terwijl financiële doelstellingen eerder gericht zijn op winstmaximalisatie, wat ten koste gaat van sommige familiale doelstellingen. Een voorbeeld hiervan bekomt men wanneer de externe CEO beslist om familiale werknemers te ontslaan om zo winstmaximalisatie te kunnen nastreven. Dit druist in tegen de familiale doelstellingen, wat voor problemen (agency problemen) kan zorgen tussen de familieleden en de externen.

3.1.1 Agency theorie binnen het management

Zoals hierboven al aangehaald is, zijn er vaak problemen tussen de familie en externen die tewerkgesteld zijn in een familiebedrijf. Vooral de afkomst van de CEO heeft een invloed op het al dan niet ondervinden van problemen. Enerzijds is het mogelijk dat de CEO iemand van de familie is, anderzijds is het mogelijk dat de CEO iemand van buiten de familie is. Beide vormen zorgen

zowel voor agency problemen als voor een vermindering van agency problemen en dit zowel binnen het familiebedrijf als naar de financiële instelling toe. In dit deel gaan we na wat deze invloeden zijn op de waarborgverlening waaraan bepaalde familiebedrijven onderworpen zijn.

In veel familiebedrijven wil de familie enkel familieleden in het managementteam en dus ook een familiale CEO. Op deze manier worden de familiale doelstellingen nagestreefd, maar daarnaast is het mogelijk dat er niet altijd voldoende kwaliteit en ervaring aanwezig is binnen de familie om de managementrollen efficiënt en effectief in te vullen (Casson, 1982; Burkart, Panunzi, & Schleifer, 2003; Pérez-González, 2006). Natuurlijk kan men de familieleden de ontbrekende kennis bijbrengen via training in die specifieke vaardigheden (Westhead & Howorth, 2006). Daarnaast kan het aantrekken van een externe CEO ook op een zeer efficiënte en effectieve manier de ontbrekende kennis en ervaring van de familieleden opvangen (Westhead & Howorth, 2006). Mede door het gebrek aan kwaliteit en ervaring van de familiale managers is het mogelijk dat er niet altijd een optimaal beslissingsproces aanwezig is (Blondell, Carlock, & Van der Heyden, 2000). Er wordt niet altijd eerlijk gehandeld in beslissingsprocessen tussen familiale managers onderling en zeker niet als de CEO iemand van de familie is. Voorrang geven aan familieleden en familiale doelstellingen nastreven zijn hier voorbeelden van. Dit kan externen binnen het familiebedrijf ervan weerhouden om zich volledig in te zetten om de bedrijfsdoelstellingen, in dit geval de familiale doelstellingen, na te streven (Chua, Chrisman, & Sharma, 2003). Daarnaast kan er ook de link gelegd worden naar de kredietverlening. Als de familiale CEO bepaalde beslissingen neemt in het belang van de familie, maar die indruisen tegen de optimale gang van zaken, ontstaan er agency problemen binnen het familiebedrijf. Deze agency problemen zullen ook een effect hebben op de relatie met de financiële instelling. Deze ziet namelijk dat er geen optimale werking aanwezig is binnen het familiebedrijf. Dit kan ervoor zorgen dat het familiebedrijf meer zakelijk en/of persoonlijk onderpand moet inbrengen om het krediet te kunnen bekomen omwille van het feit dat de financiële instelling minder vertrouwen heeft in het familiebedrijf. Daarentegen kan een externe CEO meer nadruk leggen op financiële prestaties, wat voordelig is voor de relatie met de financiële instelling. In dit geval kan het zijn dat er een lagere graad van waarborgverlening geboden moet worden door het familiebedrijf. Algemeen kunnen we stellen dat wanneer de familiale doelstellingen meer aandacht krijgen dan de financiële doelstellingen, dit een effect kan hebben op de terugbetalingscapaciteit van het familiebedrijf. Zo is het mogelijk dat er een te lage liquiditeit ontstaat doordat er teveel geld gebruikt wordt om de familiale doelstellingen na te streven.

Volgens Kesner en Dalton (1994) hebben externe CEO's een veel objectievere kijk op de bedrijfsprocessen omdat ze geen ervaring hebben met eerdere processen en problemen. Deze objectievere kijk kan er dan voor zorgen dat er minder agency problemen ontstaan waardoor de bedrijfsprestaties en relaties met de kredietverleners verbeteren. Er zal in dit geval geen voorrang gegeven worden aan familiale doelstellingen waardoor de volledige aandacht erop gericht is om de prestaties van het familiebedrijf in het algemeen te verbeteren. Een voorbeeld hiervan is dat

wanneer er een vacature openstaat, deze wordt ingevuld door de meest bekwame persoon, ongeacht of deze persoon een familielid of een buitenstaander is. De externe CEO kan een invloed uitoefenen op de familie om hen ervan te weerhouden het familiaal belang na te streven. Door deze objectieve kijk van de externe CEO is het mogelijk dat de financiële instelling meer vertrouwen heeft in het beleid van het familiebedrijf zodat er minder agency conflicten kunnen ontstaan tussen beide partijen. Daarnaast is het wel mogelijk dat de externe CEO problemen ondervindt met de familiale aandeelhouders. Het is mogelijk dat de externe CEO beslissingen neemt die in het belang zijn van de schuldeisers, maar niet in het belang van de aandeelhouders. Een voorbeeld hiervan is dat de externe CEO bepaalde investeringen niet uitvoert om zo een betere liquiditeit aan te houden en geen terugbetalingsproblemen te ondervinden. Voor de financiële instelling is dit positief, terwijl dit negatief kan zijn voor de aandeelhouders die zo potentiële opbrengsten kunnen mislopen. Het familiebedrijf zal in dit geval minder onderpand moeten inbrengen omdat het naar de financiële instelling toe een positief signaal stuurt. Daarentegen moet er wel rekening mee gehouden worden dat de agency problemen binnen het familiebedrijf niet te groot worden.

Gomez-Mejia, Nuñez-Nickel, en Gutierrez (2001) hebben aangetoond dat indien een externe CEO niet voldoende presteert, deze veel sneller wordt vervangen dan dit het geval is bij een familiale CEO. Dit komt omdat een familiale CEO sterker gelinkt is met de andere familieleden die vaak ook eigenaar zijn. Hieruit kan worden afgeleid dat het mogelijk is dat een externe CEO in het belang van de familie handelt om zo niet vervangen te worden. Deze situatie kan ervoor zorgen dat de externe CEO als steward handelt (stewardship theorie: paragraaf 3.1.2) en er geen agency problemen ontstaan binnen het familiebedrijf, maar daarentegen wel agency problemen kunnen ontstaan tegenover de financiële instelling. De externe CEO streeft namelijk de familiale doelstellingen na wat de relatie met de financiële instelling niet ten goede komt. Indien er een hoge mate van familiale doelstellingen nagestreefd worden, zal dit mogelijk een effect hebben in een hogere graad van waarborgverlening naar de financiële instelling toe. Als de externe CEO de financiële doelstellingen kan combineren met de familiale doelstellingen, zou het mogelijk zijn dat dit als positief aanzien wordt door de financiële instelling. In dit geval zullen er minder waarborgen verleend moeten worden omwille van het grotere vertrouwen van de financiële instelling in het familiebedrijf.

Daarnaast hebben Chua, Chrisman, en Bergiel (2009) aangetoond dat door de aanwezigheid van een externe CEO ook agency problemen binnen het familiebedrijf kunnen ontstaan. Deze agency problemen houden vaak in dat de familie het niet eens is met de doelstellingen die een externe CEO nastreeft. Een externe CEO streeft de optimale bedrijfsprestaties na, terwijl een familiale CEO eerder zorgt dat bijvoorbeeld de familie tewerkgesteld is. Een externe CEO zal een familielid niet tewerkstellen indien die niet voldoet aan de vereisten. Beslissingen hieromtrent kunnen leiden tot agency problemen tussen de externe CEO en de familiale eigenaars. Daarnaast heeft een familiale

CEO ook meer kennis van het bedrijf zelf en weet hij/zij hoe het er aan toe gaat binnen het familiebedrijf (Donnelley, 1964). Vanuit deze visie is het aanwenden van een familiale CEO aangewezen. Binnen deze visie is het mogelijk dat een familiale CEO betere prestaties zal kunnen nastreven wat een positief effect kan hebben op de relatie met de financiële instelling. Door de betere prestaties is het mogelijk dat het familiebedrijf minder moeite heeft met de terugbetaling van het krediet. Omwille van het positief beeld dat de financiële instelling over het familiebedrijf heeft, is het mogelijk dat er betere kredietvoorwaarden kunnen opgesteld worden zoals minder waarborgen.

Binnen de agency theorie omtrent familiebedrijven kan men altruïsme, 'adverse selection', en nepotisme situeren. Deze drie termen zijn nauw verweven met elkaar, waardoor er overlapping mogelijk is. Indien deze drie invloeden in beperkte mate voorkomen, kan dit een positief effect hebben op de werking van het familiebedrijf. Vanaf een bepaald niveau is het mogelijk dat ze een negatief effect hebben op de werking van het familiebedrijf. In wat volgt, zal de precieze invloed van deze drie termen besproken worden.

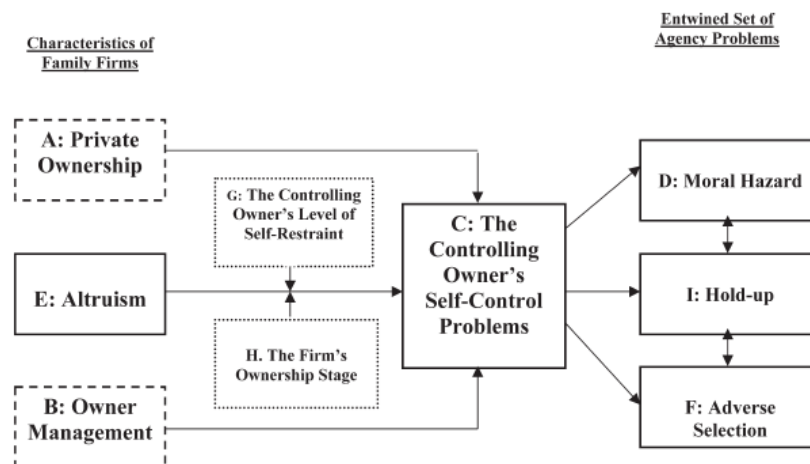
Altruïsme

Het bestaan van altruïsme in familiebedrijven kan zorgen voor zowel voordelen als nadelen. Altruïsme is een bedreiging die de welvaart van een individu (egoïstisch) positief linkt met de welvaart van anderen (altruïstisch) (Lunati, 1997). De nutsfunctie van een bepaalde persoon is sterk gerelateerd aan die van anderen (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003b). Altruïstische personen handelen op een bepaalde manier omdat het zowel voor hun als voor anderen voordelig is. Een vader, die ook CEO is, kan vrijgevig zijn ten opzichte van zijn kinderen omdat hij er zelf van houdt om goed voor zijn kinderen te zorgen. Hierdoor zal de welvaart van de vader en de kinderen omhoog gaan. Volgens Simon (1993) en Eshel, Samuelson, en Shaked (1998) dwingt altruïsme de ouders tot het zorgen voor hun kinderen, het motiveren van de familieleden om voor elkaar te zorgen, en ervoor te zorgen dat iedereen de familie respecteert. Door altruïsme heerst er loyaliteit binnen de familie (Ward, 1987). Bovendien kan altruïsme ervoor zorgen dat er een goede communicatie en samenwerking ontstaat binnen het familiebedrijf, waardoor de informatieasymmetrie vermindert en het aantal informele afspraken vermeerdert (Daily & Dollinger, 1992). Iedere werknemer van het familiebedrijf voelt zich de facto eigenaar van het bedrijf waardoor iedereen werkt alsof ze een bepaald deel van het bedrijf bezitten (Stark & Falk, 1998). De doelstellingen van de verschillende belangengroepen zijn veel nauwer met elkaar verweven. Hieruit kan men afleiden dat altruïsme afhankelijkheid tussen de familieleden creëert omdat hun welvaart gelinkt is aan de bedrijfsprestaties (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003a).

Naast de voordelen van altruïsme in familiebedrijven heeft het ook nadelen, waardoor het mogelijk agency problemen creëert. Door altruïsme ontstaan er extra verdiensten of toegevingen ten voordele van andere familieleden. Daarnaast zullen de beoordelingen van de familiale werknemers door de familiale CEO gepaard gaan met 'bias', waardoor familiale werknemers eerder gepromoveerd worden op basis van hun status dan op basis van hun werkprestaties (Schulze et al., 2003a). Er zal dus asymmetrisch altruïsme ontstaan, waarbij de ene persoon meer gegeerd is dan de andere (Schulze et al., 2003a). Dit heeft dan tot gevolg dat er een gevoel van 'distributive injustice' ontstaat bij de niet-familiale werknemers (Schulze et al., 2003a).

Altruïsme linkt het nut van de ouders positief met het nut van de kinderen, waardoor de ouders continu hun niveau van altruïsme verhogen omdat ze hun kinderen steeds meer welvaart willen geven. Hierdoor kan een gevoel van 'moral hazard' ontstaan. Door altruïsme hebben ouders de neiging om overdreven te zorgen voor hun kinderen en hen zo al dan niet onbewust aanzetten tot free-riding en verspilling (Lubatkin, Schulze, Ling, & Dino, 2005; Buchanan, 1975). Bovendien wordt het beeld over de kinderen gemakkelijk vertekend door altruïsme. Door dit vertekend beeld worden de kinderen ook minder gecontroleerd. Hoe hoger het niveau van altruïsme, hoe meer middelen de kinderen zullen verspillen (er zijn middelen in overvloed) en hoe meer financiële middelen ze gebruiken om hun eigen belang na te streven (Buchanan, 1975). De kinderen denken dat ze niet veel moeten doen omdat hun ouders borg staan voor hun daden. Deze 'lack of self-control' kan dus catastrofale gevolgen met zich meebrengen.

In de onderstaande figuur (figuur 3) wordt aangetoond hoe altruïsme verschillende problemen veroorzaakt binnen familiebedrijven (Lubatkin et al., 2005). Zo leidt altruïsme tot 'lack of self-control' zoals hierboven aangehaald. Deze 'lack of self-control' leidt op haar beurt tot 'moral hazard' problemen, 'hold up' problemen, en 'adverse selection' problemen. Het probleem omtrent 'moral hazard' is hierboven aangehaald. Altruïsme kan leiden tot 'adverse selection'. Doordat de familieleden de controle in handen willen houden, zal het familiebedrijf een beperktere keuze van arbeidskrachten hebben. Het 'hold up' probleem ontstaat wanneer de controlerende CEO/manager zijn wil oplegt, terwijl dit niet is zoals de andere managers het zouden willen (Lubatkin et al., 2005). Uiteraard bevordert dit niet de samenwerking in het familiebedrijf.



Figuur 3: de invloed van altruïsme in private familiebedrijven (Lubatkin et al., 2005 pp. 314)

De invloed van altruïsme binnen het familiebedrijf kan doorgetrokken worden naar de waarborgverlening die uitgaat van de financiële instelling. Zoals uit de literatuur is gebleken, zorgt altruïsme zeer vaak voor meer en grotere agency problemen binnen het familiebedrijf dan dat er voordelen uit voortkomen. Figuur 3 zet drie van deze problemen centraal. Deze agency problemen hebben een invloed op de efficiënte werking, die ook door de buitenwereld kan worden waargenomen. De financiële instelling zal hierdoor maatregelen moeten nemen, zodat ze niet het slachtoffer wordt van agency problemen binnen het familiebedrijf. Om deze onzekerheid weg te nemen zal de financiële instelling om zakelijk en/of persoonlijk onderpand vragen om zo zeker te zijn dat het krediet terugbetaald wordt.

'Adverse selection' op de arbeidsmarkt

Een probleem dat vaak voorkomt binnen familiebedrijven is het agency probleem omtrent 'adverse selection'. Dit probleem ontstaat wanneer er twee partijen een contract afsluiten en elkaar niet de volledige informatie verschaffen. Hierdoor ontstaat er asymmetrische informatie tussen beide partijen, waardoor de partij met de minste informatie de minst voordelige partij selecteert (Schulze, Dino, Lubatkin, & Buchholtz, 2001). Zoals eerder al aangehaald is, heeft een familiebedrijf niet zoveel kennis van de arbeidsmarkt omdat het vooral werkt met familieleden. Indien er toch iemand van de arbeidsmarkt tewerkgesteld wordt, bijvoorbeeld een externe CEO, zou dit tekort aan kennis van de arbeidsmarkt ervoor kunnen zorgen dat het familiebedrijf een niet-geschikte persoon aantrekt. Deze potentiële kandidaat zal informatie over zichzelf (vooral negatieve informatie) achterhouden om zo een grotere kans te hebben om aangenomen te worden

(Fama 1980; Hansmann 1996). De arbeidskrachten van de familie zijn niet zo uitgebreid en efficiënt als die van de gewone arbeidsmarkt, maar toch zijn er minder kansen op promotie voor niet-familieleden (Schulze et al., 2001). Dit kan ervoor zorgen dat niet-familiale werknemers niet gemotiveerd zijn en zo bewust verkeerde informatie doorgeven (Schulze et al., 2001). Een externe CEO kan het 'adverse selection' probleem verminderen door zijn brede kennis en ervaring buiten het familiebedrijf. Hij kan bijvoorbeeld een betere selectieprocedure opstellen om arbeidskrachten aan te trekken waardoor de kans op het aantrekken van een mindere arbeidskracht vermindert.

Het begrip 'adverse selection' kan zo in verband worden gebracht met de kredietverlening aan familiebedrijven. Door de beperkte kennis van de externe markt kan het familiebedrijf onder 'adverse selection' niet altijd efficiënt werken. Als men een verkeerde CEO aantrekt, zal dit het familiebedrijf veel geld kosten om de verkeerde CEO te ontslaan en een nieuwe en bekwame CEO aan te werven. Met dit soort scenario's zal een financiële instelling ook rekening houden bij het toekennen van kredieten. De financiële instelling zal namelijk minder vertrouwen hebben in een familiebedrijf dat in het verleden al meermaals met het 'adverse selection' probleem geconfronteerd is. Om deze onzekerheid weg te nemen, is de financiële instelling genoodzaakt om zakelijk en/of persoonlijk onderpand te eisen. Een externe CEO kan, zoals in de vorige alinea aangehaald is, ervoor zorgen dat de financiële instelling toch voldoende vertrouwen heeft in het familiebedrijf en zo ook haar kredietvoorwaarden met betrekking tot onderpand versoepelt. Daarnaast is het mogelijk dat het familiebedrijf omwille van de geringe kennis van de externe markt, en dus ook van de kredietmarkt, een krediet aangaat bij een financiële instelling dat meer onderpand eist dan andere financiële instellingen. Doordat het familiebedrijf niet de nodige research kan doen vooraleer een krediet aan te gaan, is het dus mogelijk dat er geen optimale beslissingen genomen worden. Hier heeft het 'adverse selection' probleem rechtstreeks betrekking op de relatie tussen het familiebedrijf en de financiële instelling.

Nepotisme

Een verwant begrip met altruïsme is nepotisme. Dit is een fenomeen waarbij de familiebanden de economische logica domineren (Stewart, 2003). Dit kan bijvoorbeeld voorkomen bij het aanstellen van een nieuwe CEO. Hier zullen onder nepotisme de familiebanden belangrijker zijn dan de capaciteiten en ervaring van de potentiële kandidaten. Hieruit kunnen twee soorten opportuniteitskosten vloeien. Ten eerste kan de nieuwe generatie binnen de familie hun kwaliteiten niet optimaal benutten omdat ze verplicht zijn om in het familiebedrijf te werken. Ze hebben geen mogelijkheid om op de externe arbeidsmarkt te werken. Ten tweede kunnen de niet-familieleden moeilijk binnen familiebedrijven tewerkgesteld worden, terwijl het mogelijk is dat ze er de nodige kwaliteiten voor hebben. Deze twee redenen zorgen ervoor dat er weinig niet-familieleden in familiebedrijven werken waar nepotisme voorkomt.

Nepotisme zal ook zijn effect hebben op de kredietverlening aan familiebedrijven. De financiële instelling zal mogelijk minder vertrouwen hebben in familiebedrijven waar de familiebanden primeren op de prestaties. Het minder vertrouwen door de financiële instelling kan ervoor zorgen dat er een hogere graad van waarborgverlening vereist is voor familiebedrijven waar de familiebanden primeren. Opnieuw is het mogelijk dat een externe CEO dit beeld kan veranderen door meer nadruk te leggen op de financiële prestaties. Hierdoor kan er wel meer vertrouwen zijn vanuit de financiële instelling.

Algemeen kan geconcludeerd worden dat familiebedrijven met verschillende agency problemen kampen. Altruïsme, 'adverse selection', en nepotisme zijn zo'n specifieke agency problemen. Daarnaast kan men stellen dat agency problemen ervoor kunnen zorgen dat de financiële instelling minder vertrouwen heeft in het familiebedrijf. Om het vertrouwen te verhogen, zal het meer onderpand eisen. Zo heeft de kredietverlener nog wat achter de hand indien het familiebedrijf niet voldoet aan de kredietvoorwaarden. Hieruit kan men afleiden dat agency problemen, die uit altruïsme, 'adverse selection', en nepotisme voortvloeien, een hogere graad van waarborgverlening vereisen.

3.1.2 Stewardship theorie binnen het management

Binnen de agency theorie zullen er agency problemen kunnen ontstaan binnen het familiebedrijf, zowel bij een familiale als externe CEO. Zo is het mogelijk dat een externe CEO moeilijkheden heeft met het nastreven van familiale doelstellingen binnen het familiebedrijf. Deze situatie doet zich wel niet altijd voor. Westhead en Howorth (2006) vermelden dat het wel mogelijk is dat een externe CEO zich volledig toespitst op de familiale doelstellingen van het familiebedrijf. Hierbij zijn er zowel voordelen voor de familie als voor de externe CEO. Indien een externe CEO de familiale doelstellingen nastreeft, stelt dit de familie ook gerust. In dit geval zal de externe CEO bijvoorbeeld denken aan de tewerkstelling van familieleden. Daarnaast is er ook het voordeel voor de externe CEO bij het nastreven van familiale doelstellingen. Deze zal namelijk zijn of haar kwaliteiten in het managen van een bedrijf aan de buitenwereld kunnen tonen om zo hogerop te geraken in de bedrijfswereld. Indien de externe CEO met de familie rekening kan houden en toch goede cijfers kan voorleggen, zal deze CEO ook opgemerkt worden door andere bedrijven. Op deze manier kan hij/zij zijn/haar carrière uitbouwen en zelf uitgroeien tot een top CEO. Zo'n doorgroeimogelijkheden zijn altijd voordelig voor een CEO die wil groeien in zijn functie.

Zoals hierboven wordt beschreven is het mogelijk dat er stewards werken in een familiebedrijf. In deze context wordt een steward gezien als een externe CEO die niet zijn eigen welvaart nastreeft, maar wel die van de organisatie waarin hij of zij werkt (Donaldson & Davis, 1991). De externe CEO zal in dit geval niet-financiële doelstellingen nastreven, zoals het verzekeren van een onafhankelijk

eigenaarschap, zorgen voor werkgelegenheid voor de familie en ervoor zorgen dat de volgende generatie een gezond bedrijf kan overnemen (Stoy Hayward, 1989). Omdat de financiële doelstellingen in lijn liggen met de familiale doelstellingen die de familie nastreeft, zullen er geen agency problemen veroorzaakt worden (Davis et al., 1997). Deze agency problemen kunnen enkel ontstaan indien de externe CEO optreedt als agent en niet als steward. De vermindering van agency problemen binnen het familiebedrijf zal zijn effect hebben in de mate waarin onderpand vereist wordt door de financiële instelling bij het aangaan van krediet. Wanneer zowel familiale als financiële doelstellingen gerealiseerd kunnen worden, zal de familie goed kunnen samenwerken met de externe CEO en op basis van deze goede samenwerking kan het familiebedrijf op haar beurt het vertrouwen van de financiële instelling winnen. Hierbij kunnen we opmerken dat het niet alleen mogelijk is dat een externe CEO handelt als een steward, maar dat een familiale CEO ook kan handelen als een steward. Deze familiale CEO beschouwt het familiebedrijf als een deel van zichzelf en zal daardoor voor een optimale werking zorgen. Hoe beter de bedrijfsprestaties zijn, hoe groter de welvaart van de familiale CEO wordt (Poza, 2007). De familieleden zullen zich dus allemaal als stewards gedragen en het belang van het familiebedrijf voorop plaatsen om zo de eigen welvaart te maximaliseren.

In familiebedrijven kan de familie ervoor zorgen dat de externe CEO handelt in het belang van het bedrijf door hem op de juiste manier te motiveren. De familie moet de externe CEO overtuigen om de familiale doelstellingen te laten primeren op de financiële doelstellingen. Bij agency relaties zal er vaak een extrinsieke beloning verkregen worden, terwijl er bij stewardship relaties eerder gekozen wordt om mensen intrinsiek te belonen (Davis et al., 1997). Deze beloningen omvatten groeiopportuniteiten en zelfverwezenlijking binnen het familiebedrijf. Deze groeiopportuniteiten zijn een belangrijk teken van waardering voor de externe CEO omdat het niet vanzelfsprekend is dat externe personen kunnen doorgroeien in een familiebedrijf. Meestal zijn deze groeiopportuniteiten weggelegd voor familieleden. Naast de juiste motivatie voor de externe CEO moet deze ook betrokken worden bij het nemen van beslissingen (Davis et al., 1997). Op deze manier heeft de externe CEO een nauwere band met het familiebedrijf, waardoor er meer getracht wordt om de visie, de missie en de doelen van het bedrijf na te streven. Indien een externe CEO bepaalde beslissingen zelf kan nemen zonder de goedkeuring van de familie nodig te hebben, bijvoorbeeld bepaalde investeringen in machines etc., kan dit ervoor zorgen dat de externe CEO ook meer handelt in het belang van de familie. Hij of zij kan namelijk bepaalde beslissingen zelf nemen en zal zich zo ook goed voelen in de functie van CEO.

Familiebedrijven zijn soms genoodzaakt om iemand van buiten de familie aan te trekken voor de functie van CEO vanwege de ontbrekende kennis en kwaliteiten van familieleden. Indien deze externe CEO gemotiveerd kan worden om dezelfde doelstellingen na te streven als die van de familie, zullen er niet veel agency problemen ontstaan binnen het familiebedrijf zelf. Iedereen streeft dan dezelfde visie na en de externe CEO gedraagt zich als een steward. Daarentegen

kunnen er wel agency problemen ontstaan tussen het familiebedrijf en de financiële instelling. Zoals eerder aangehaald is, staat een financiële instelling nogal weigerachtig tegenover een CEO die familiale doelstellingen nastreeft. Ondanks er in dit geval geen agency problemen zijn binnen het familiebedrijf, kan het toch zijn dat er meer onderpand vereist wordt door de financiële instelling. We kunnen dit ook vanuit een ander standpunt bekijken. Indien de externe CEO op korte termijn denkt, en dus winst op korte termijn nastreeft, kan dit zonder problemen verlopen in verband met de kredietverlening (Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, & Wolfenzon, 2007). Als het familiebedrijf krediet aangaat op korte termijn is de financiële instelling minder geïnteresseerd in het al dan niet voorkomen van agency conflicten of verminderde prestaties op lange termijn binnen het familiebedrijf. Dit verandert wel wanneer het familiebedrijf krediet aangaat op lange termijn. Dan gaat de financiële instelling wel meer aandacht besteden aan eventuele agency problemen die op lange termijn kunnen ontstaan. De financiële instelling zal de prestaties en conflicten nagaan zolang het krediet nog niet terugbetaald is. Een belangrijke opmerking moet hierbij gemaakt worden. Een financiële instelling zal namelijk altijd geïnteresseerd zijn in de continuïteit van het familiebedrijf, maar dit zal in mindere mate kunnen voorkomen indien er krediet op korte termijn aangevraagd wordt.

Altruïsme kan ook voorkomen onder de stewardship theorie. Binnen de stewardship theorie kan een familiebedrijf voordelen halen uit de altruïstische familieleden. Eddleston en Kellermans (2007) hebben namelijk aangetoond dat familiebedrijven voordeel kunnen verkrijgen indien de interesses van de familieleden in de lijn liggen met het succes van het familiebedrijf. In dit geval zijn het altruïstische familiebedrijven die geen agency problemen ondervinden zowel binnen het familiebedrijf als in de relatie met de financiële instelling. De goede samenwerking binnen het familiebedrijf kan ervoor zorgen dat de financiële instelling vertrouwen heeft in het bedrijf, waardoor het mogelijk is dat er een lagere graad van waarborgverlening toegepast kan worden. Indien er een te hoge mate van altruïsme heerst binnen het familiebedrijf, zoals de relatie tussen ouder en kind binnen de agency theorie, kunnen er wel agency problemen ontstaan (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2002). Dit kunnen dan zowel agency problemen binnen het familiebedrijf als naar de financiële instelling toe zijn.

Uit de stewardship theorie kunnen we concluderen dat wanneer een externe CEO zijn/haar eigen welvaart opzij zet en werkt in het belang van de familie, dit de agency problemen binnen het familiebedrijf kan verminderen. Door het feit dat de externe CEO zijn/haar eigen welvaart opzij zet, kan men de vraag stellen of de externe CEO als een familiale CEO gezien kan worden. Uit de stewardship theorie blijkt echter dat de familiale doelstellingen van de familie in lijn liggen met de financiële doelstellingen van de externe CEO (Davis et al., 1997). Beide partijen streven hier dezelfde doelstellingen na, zodat er geen kans is op agency problemen. Deze goede relatie tussen de familie en de externe CEO kan er op haar beurt voor zorgen dat de financiële instelling veel vertrouwen heeft in het beleid van het familiebedrijf. De mate van onderpand dat zal ingebracht

moeten worden door het familiebedrijf bij het aangaan van krediet zal mogelijk minder zijn naarmate de externe CEO als steward fungeert.

3.1.3 Besluit

Uit de agency theorie en de stewardship theorie komen twee gelijkaardige conclusies. Volgens de agency theorie zal een familiale CEO uit een te kleine groep van kandidaten komen. Binnen de familie heeft men minder keuze dan wanneer men kan kiezen tussen personen van buiten de familie (Burkart et al., 2003; Pérez-González, 2006). Daarnaast is een externe CEO onafhankelijker in het nemen van beslissingen omtrent financiële aangelegenheden. Daarentegen is het wel zo dat een familiale CEO een nauwere relatie heeft met de familie, waardoor deze de familie beter begrijpt en zo ook agency conflicten binnen het familiebedrijf kan vermijden (Donnelley, 1964). Daarnaast zijn er enkele specifieke agency problemen binnen familiebedrijven zoals altruïsme, 'adverse selection', en nepotisme. Deze problemen kunnen vaker voorkomen bij familiebedrijven waarin er een familiale CEO aanwezig is. Hoe sterker deze fenomenen voorkomen binnen een familiebedrijf, hoe meer agency problemen een familiebedrijf ondervindt. Uit de agency theorie kunnen we concluderen dat een familiale CEO voor meer agency problemen kan zorgen binnen het familiebedrijf en zo dus ook meer zakelijk en/of persoonlijk onderpand moet gebruiken om krediet te kunnen verkrijgen.

De stewardship theorie volgt een andere redenering die dezelfde uitkomst heeft. Deze geeft namelijk weer dat een externe CEO zich als een steward gedraagt en zo dus zijn financiële doelstellingen op één lijn brengt met de familiale doelstellingen van de familie (Davis et al., 1997). Doordat de externe CEO zowel zijn eigen welvaart als die van de familie maximaliseert, kunnen de familie en de externe CEO goed samenwerken. Hierbij moet wel de opmerking gemaakt worden dat het eerder zeldzaam is dat een externe CEO zijn eigen welvaart opzij zet om de welvaart van de familie na te streven. Vanuit het stewardship denken, zullen er minder agency problemen zijn tussen het familiebedrijf en de financiële instelling, waardoor er ook minder zakelijk en persoonlijk onderpand ingebracht moet worden door het familiebedrijf.

Vanuit beide theorieën kunnen we concluderen dat een externe CEO zorgt voor minder agency problemen. Volgens de agency theorie kan een familiale CEO veel meer agency problemen veroorzaken dan een externe CEO. Volgens de stewardship theorie kunnen zowel familiale als externe CEO's goed functioneren. We benadrukken vooral de agency theorie omdat we de vraag kunnen stellen of de stewardship theorie wel een realistische theorie is.

Vanuit dit standpunt kunnen we volgende hypothese opstellen:

Hypothese 1: een familiebedrijf met een familiale CEO zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

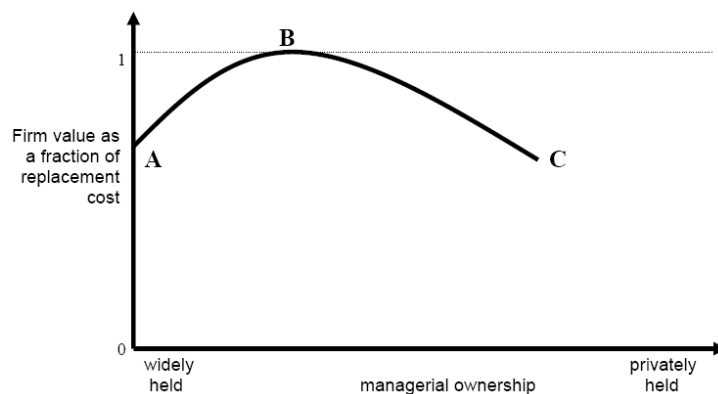
3.2 Eigendomsstructuur

De eigendomsstructuur in bedrijven vormt vaak een complex geheel. Bij familiebedrijven is dit zeker niet anders. Hier zijn de structuren soms nog complexer omwille van het familiale aspect. Toch moet er voldoende aandacht aan besteed worden omwille van het feit dat het een grote invloed uitoefent op de beslissingen die genomen worden (Jensen, 1998). In deze masterproef gaan we er vanuit dat binnen een familiebedrijf minstens 50% van de eigendom in handen is van de familie. Er zullen dus geen externen aandelen bezitten. Indien de eigendom in handen is van de familie kan dit zichtbaar zijn aan de hand van een aantal activiteiten zoals de neiging om een hoger dividend uit te betalen (DeAngelo & DeAngelo, 2000), het verstevigen en vastleggen van managementposities (Gomez-Mejia, Nuñez-Nickel, & Gutierrez, 2001), het ontwikkelen van slechts enkele producten (Ellington & Deane, 1996), weinig investeringen in nieuwe technologieën (Chandler, 1990) of een herverdeling van de welvaart van de werknemers naar de familieleden (Burkart et al., 2003). Al deze activiteiten kunnen een negatieve invloed op de bedrijfsprestaties hebben. Binnen de eigendom, kunnen we de opdeling maken tussen geconcentreerd en verspreid eigendom. Bij geconcentreerd eigendom zijn de aandelen in handen van één persoon of enkele personen. In deze masterproef zullen we voornamelijk nagaan wat het effect is op de waarborgverlening indien de eigendom in handen is van één persoon. Bij verspreid eigendom zijn de aandelen verspreid over meerdere personen die allemaal een gelijkaardig deel bezitten.

In deze context is het belangrijk om het onderscheid tussen de verschillende eigendomsstructuren voor ogen te houden. Niet alle eigendomsstructuren zijn even passend in alle omstandigheden. In verschillende situaties zorgt dit voor de nodige agency problemen binnen familiebedrijven. Deze problemen zijn ook zichtbaar voor de buitenwereld waaronder de financiële instelling. Het is dan ook niet verwonderlijk dat bepaalde eigendomsstructuren in familiebedrijven lager gewaardeerd worden door de financiële instelling, waardoor er mogelijk hogere waarborgen ingebracht moeten worden. In dit deel gaan we na welk soort eigendomsstructuur meer of minder zakelijk en/of persoonlijk onderpand vereist.

3.2.1 Geconcentreerd eigendom versus verspreid eigendom

Jensen en Meckling (1976) hebben de basis gelegd omtrent de relatie tussen de eigendom en de agency kosten. Volgens Jensen en Meckling (1976) dalen de agency problemen binnen familiebedrijven wanneer er een geconcentreerde eigendomsstructuur aanwezig is. Er zijn minder monitoring kosten nodig omdat de enige aandeelhouder de intentie en kennis heeft om de managers te controleren en te weerhouden van free-riding. Morck en Yeung (2003) spreken deze visie tegen. Zij hebben aangetoond dat geconcentreerd eigendom kan zorgen voor een daling van de prestaties en een efficiënte werking van het familiebedrijf in de weg staat. Beide standpunten zijn aan te tonen aan de hand van figuur 4. De redenering van Morck en Yeung (2003) is weergegeven tussen punt A en B. De visie van Jensen en Meckling (1976) is weergegeven tussen punt B en C. We kunnen dit ook vertalen naar de context van deze studie, namelijk op punt B zal het familiebedrijf geconfronteerd worden met de minste agency problemen naar de financiële instelling toe. Er kan voldoende controle zijn door enkele grotere aandeelhouders, maar het bedrijf heeft nog voldoende vrijheid om efficiënt te kunnen handelen. Hoe minder agency problemen er binnen het familiebedrijf zijn, hoe meer vertrouwen er is van de financiële instelling, en hoe minder onderpand vereist wordt door de financiële instelling bij het aangaan van krediet. Zowel in punt A als C kan er meer zakelijk en/of persoonlijk onderpand geëist worden dan in punt B. We kunnen nagaan of er een verschil is in het gebruik van onderpand in punt A of C, respectievelijk verspreid en geconcentreerd eigendom.



*Figuur 4: relatie tussen bedrijfsprestaties en eigendomsstructuur
(Morck & Yeung, 2003 pp. 26)*

Een mogelijke verklaring voor de non-lineaire relatie tussen de bedrijfsprestaties, en onrechtstreeks de mate van agency problemen, en de eigendom is het fenomeen van 'managerial entrenchment' (Morck & Yeung, 2003). De grote aandeelhouders willen in dit geval (punt C) meer macht en welvaart verkrijgen waardoor de efficiënte werking van het bedrijf vermindert. Een

voorbeeld hiervan is dat deze grote aandeelhouders middelen onttrekken van het bedrijf om deze voor privédoeleinden te gebruiken (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002). Men kan zich wel de vraag stellen indien de volledige eigendom in handen is van één persoon of deze dan ook geneigd zal zijn om middelen te onttrekken voor privégebruik. Deze persoon kan namelijk zelf beslissingen omtrent de aanstelling van de CEO en investeringsopportunities nemen. Hierdoor is het mogelijk dat de eigenaar geen behoefte heeft om middelen te onttrekken van het familiebedrijf. Daarnaast is een verspreide eigendomsstructuur (punt A) ook niet efficiënt volgens Morck en Yeung (2003). Er is wel veel input van mensen die aandelen hebben, maar dit kan het beslissingsproces belemmeren. Er worden niet snel beslissingen genomen omdat er zoveel personen zijn die elk een eigen mening hebben. Binnen geconcentreerd eigendom, zou dit probleem omtrent een mindere input kunnen opgelost worden door het aantrekken van externe consultants die gedurende een korte periode (wanneer het nodig is) de eigenaar bijstaan.

Een groot voordeel omtrent een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur is dat er vaak een langetermijnvisie terug te vinden is (Ang, 1992). Dit is vooral waarneembaar indien de eigenaar slechts één persoon betreft. Deze persoon heeft een groot gedeelte, of zelfs zijn volledig kapitaal geïnvesteerd in het familiebedrijf, waardoor die niet geneigd is om op korte termijn te denken. Het familiebedrijf wordt in dit geval opgericht met het oog op een langdurig bestaan om daarna door te geven aan de kinderen. Winst op korte termijn is niet de belangrijkste doelstelling. Daarnaast is het mogelijk dat de aangehaalde activiteiten (o.a. uitbetalen dividend, vastleggen managementposities) zich niet of in mindere mate voordoen omdat de eigenaar bekommerd is om het voortbestaan van het familiebedrijf. Hierdoor zal deze persoon er alles aan doen om het familiebedrijf te laten overleven. Deze overlevingsvisie van het familiebedrijf kan een positieve invloed hebben op de relatie met de financiële instelling. Een financiële instelling schenkt veel aandacht aan de overlevingskans van het familiebedrijf om er zo zeker van te zijn dat het krediet terugbetaald kan worden.

3.2.2 Besluit

De eigendom binnen familiebedrijven kan verschillende vormen aannemen en er is geen consensus over wat de meest geschikte vorm is. Uit de literatuur kunnen we afleiden dat geconcentreerd eigendom een goede eigendomsstructuur binnen familiebedrijven kan zijn. In dit geval zullen er geen monitoring kosten zijn, zeker niet in het geval er slechts één persoon eigenaar is. Doordat er geen monitoring is, is het mogelijk dat de eigenaar middelen onttrekt van het familiebedrijf voor privégebruik. Maar dit argument kan genuanceerd worden door het feit dat de eigenaar veel geïnvesteerd heeft in zijn bedrijf, waardoor de voordelen voor deze persoon door middelen te onttrekken verminderen. Hiermee hangt ook de langetermijnvisie van het familiebedrijf samen. Door de grote investering is het zeer onwaarschijnlijk dat de eigenaar op korte termijn denkt. Het

voordeel van een verspreide eigendomsstructuur dat er mogelijk meer input aanwezig is, kan afgezwakt worden door het inhuren van externe consultants gedurende een periode. Hieruit kunnen we concluderen dat een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur minder agency problemen kan veroorzaken binnen het familiebedrijf.

Als het familiebedrijf intern minder agency problemen ervaart, zal dit een positief effect hebben op de relatie met de financiële instelling. De langetermijnvisie vanuit het familiebedrijf kan de financiële instelling vertrouwen geven omtrent de terugbetaling van het krediet. Daarnaast groeit het vertrouwen van de financiële instelling doordat de eigenaar van een familiebedrijf met geconcentreerd eigendom op z'n minst een groot gedeelte van zijn kapitaal heeft geïnvesteerd. Hieruit kunnen we afleiden dat een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur meer vertrouwen kan genieten van de financiële instelling en zo ook mogelijk minder onderpand zal moeten inbrengen bij het aangaan van krediet.

Vanuit dit standpunt kunnen we volgende hypothese opstellen:

Hypothese 2: een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

3.3 Combinatie tussen management en eigendomsstructuur

Zowel familiaal en extern management als geconcentreerd en verspreid eigendom kunnen elk apart een invloed op de waarborgverlening hebben, maar omwille van hun grote afhankelijkheid van elkaar is het aangewezen om ook het gezamenlijk effect van beide kenmerken op de graad van waarborgverlening na te gaan. Er zijn verschillende mogelijkheden die binnen een familiebedrijf kunnen ontstaan. In dit deel gaan we ons toespitsen op het verschil tussen geconcentreerd en verspreid eigendom indien er een familiale CEO aanwezig is.

3.3.1 Familiale CEO met geconcentreerd eigendom versus familiale CEO met verspreid eigendom

Volgens Jensen en Meckling (1976) zullen familiebedrijven waarin één familielid zowel eigenaar als CEO is omwille van een aantal redenen geen agency problemen binnen het familiebedrijf ondervinden. Ten eerste zullen er geen controlemechanismen nodig zijn voor de scheiding tussen management en eigendom (Fama & Jensen, 1983). Dit betreft slechts één persoon. Een tweede reden voor de vermindering van agency problemen in familiebedrijven met een familiale CEO is dat de eigendomsrechten voor het grote deel verdeeld zijn onder enkele interne beslissingsnemers.

Deze personen kunnen hun invloed gebruiken om er voor te zorgen dat de andere managers, die weinig of geen aandelen bezitten, de welvaart van de aandeelhouders niet verplaatsen van de aandeelhouders naar zichzelf door het toe-eigenen van extra opbrengsten en verkeerde allocatie van middelen (Fama & Jensen, 1983). Ten derde kan het samenvoegen van familiaal eigendom en familiaal management agency problemen verminderen doordat de aandelen in bezit zijn van personen wiens speciale relatie met andere beslissingsnemers ervoor zorgt dat er geen controle moet zijn op de scheiding tussen het management en de beslissingen (Fama & Jensen, 1983). Ten slotte zal er, dankzij de samensmelting van eigenaar en CEO, een langetermijnvisie van het familiebedrijf uitgaan waardoor er een vertrouwensrelatie met de financiële instelling kan opgebouwd worden (Ang, 1992). Deze samensmelting tussen eigenaar en manager is enkel mogelijk indien het één persoon betreft.

Jensen en Meckling (1976) halen aan dat er geen agency problemen zijn tussen de eigenaar en de CEO. Dit kan ook doorgetrokken worden naar de relatie tussen het familiebedrijf en de financiële instelling. Zo is het mogelijk dat er een goede samenwerking kan ontstaan tussen de eigenaar/CEO en de financiële instelling. Op deze manier is het mogelijk dat een familiebedrijf waarin de eigenaar ook als CEO functioneert een lagere graad van waarborgen moet bieden bij het aangaan van krediet.

Binnen het familiaal eigendom kunnen de aandelen zowel geconcentreerd als verspreid zijn. Gersick, Davis, Hampton, en Landsberg (1997) hebben dit in relatie met het management aangetoond. Ze hebben namelijk gesteld dat de eigendom van familiebedrijven drie niveaus doorloopt op basis van de verdeeldheid van de aandelen. Het betreft de 'controlling owner' (de meeste aandelen zijn in handen van de oprichter of andere individuele individuen van latere generaties), 'sibling partnership' (de aandelen zijn gelijk verdeeld tussen de familieleden van dezelfde generatie) en 'cousin consortium' (de aandelen zijn verdeeld over meerdere generaties binnen de familie) met elk hun eigen agency problemen. Lievens (2004) heeft een gelijkaardige opdeling gemaakt door het onderscheid te maken tussen de controlerende eigenaar/stichter ('controlling owner'), het brussen-team ('sibling partnership'), en het nevichten-netwerk ('cousin consortium').

'Controlling owner'

De 'controlling owner' bezit meer dan de helft van de aandelen waardoor deze de controle van het familiebedrijf kan uitvoeren. Hierdoor kan een vergelijking gemaakt worden met geconcentreerd eigendom. Daarnaast vervult de 'controlling owner' de functie van CEO. De 'controlling owner' bepaalt de waarde van elke beslissing op basis van de opbrengsten en de risico's ervan (Jensen & Meckling, 1976). Het risico dat zij bepalen is op basis van hun eigen ervaringen en verwachtingen

(Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). De 'controlling owner' investeert vooral met interne middelen, maar kan ook externe middelen aantrekken (Casson, 1999). Schulden worden meer aangegaan tijdens periodes van hoogconjunctuur en minder in periodes van laagconjunctuur. Dit is te verklaren omdat het risico op verlies in hoogconjunctuur veel kleiner is dan in laagconjunctuur en omdat zijn individuele welvaart gerelateerd is aan de schuldgraad.

Doordat de 'controlling owner' veel macht heeft, kan deze macht ervoor zorgen dat er agency problemen ontstaan met de familieleden. Indien de volledige eigendom in handen is van één persoon, is er voor de rest van de familie 'niets' te verliezen. Hierdoor kan een gevoel van verlies-aversie ontstaan (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998). Hier moet wel opgemerkt worden dat die ene persoon alle beslissingen zelf kan nemen omdat hij zowel de dagelijkse leiding als de eigendom in handen heeft. Daarnaast is het mogelijk dat de 'controlling owner' niet alle aandelen bezit. In dit geval zijn er minderheidsaandeelhouders die vaak een andere kijk hebben op de investeringsbeslissingen. Deze minderheidsaandeelhouders nemen liever risicovollere investeringen dan de 'controlling owner' omdat zij slechts een deel van het risico dragen. Indien de 'controlling owner' niet het gewenste risico neemt bij de investeringsbeslissingen kunnen de minderheidsaandeelhouders de neiging hebben om bepaalde voordelen van het familiebedrijf te onttrekken en aan free-riding doen. Vanuit dit standpunt is het mogelijk dat de financiële instelling minder vertrouwen heeft in het familiebedrijf.

Een ander risico is dat er door een afhankelijke relatie tussen de 'controlling owner' en het familiebedrijf 'double moral hazard' (Gupta & Romano, 1998) of 'owner opportunism' (Perrow, 1986) kan ontstaan. De 'controlling owner' heeft de macht om zijn of haar plannen door te voeren en dit ten koste van de familieleden omdat de 'controlling owner' niet alle risico's bezit. Omwille van de risico's die gepaard gaan met deze agency problemen, kan de familie het noodzakelijk achten om de 'controlling owner' te controleren en te sturen, zodat er getracht wordt steeds de meest optimale beslissingen te nemen (Schulze et al., 2003a). 'Double moral hazard' en 'owner opportunism' zullen mogelijk niet voorkomen wanneer de 'controlling owner' de volledige eigendom in handen heeft. In dit geval bezit hij het volledige risico en zal hij ook de volledige opbrengst opstrijken. Vanuit dit standpunt kan de financiële instelling de 'controlling owner' als positief aanzien.

'Sibling partnership'

Als tweede niveau is er het 'sibling partnership' waarin de grootste aandeelhouder meestal als CEO fungeert. Deze persoon is niet altijd de oprichter of het biologische hoofd van de familie waardoor het niet makkelijk is voor hem/haar om de steun te krijgen van de andere familieleden. Een 'sibling partnership' kan men zien als verspreid eigendom waarin één iemand de CEO is (familiale CEO).

Door de vele verschillen in visie tussen de personen, die elk ongeveer evenveel eigenaar zijn, kunnen agency problemen grote gevolgen met zich meebrengen (Schulze et al., 2003a). De CEO kan gezien worden als een familie leider die de bedrijfsmiddelen gebruikt om de welvaart van de gehele familie te verhogen (Lievens, 2004). Daarentegen zullen alle 'sibling partners', dit zijn broers en zussen, hun eigen belang willen nastreven om zo hun welvaart te vergroten (Gersick et al., 1997). Maar ook de agency problemen omtrent 'moral hazard' komen bij 'sibling partners' voor. 'Sibling partners' zullen veel onderhandelen omdat er verschillende mogelijkheden zijn om de hoofdaandeelhouder in bepaalde richtingen te sturen (Schulze et al., 2003a). Dit gaat bij 'controlling ownership' niet omdat één persoon de meerderheid van de aandelen bezit. Er kunnen hier dus veel meer agency problemen voorkomen dan bij de 'controlling owner', wat kan leiden tot het aangaan van minder schulden, of het inbrengen van meer onderpand.

'Cousin consortium'

Binnen het laatste niveau 'cousin consortium', waarin er neven en nichten voorkomen, bevinden de meeste personen met aandelen zich op ongeveer dezelfde lijn in verband met de te nemen beslissingen (Schulze et al., 2003a). Er is hier geen sprake meer van een individuele eigenaar, maar het aandelenpakket is verspreid. In deze situatie zijn de familieleden bezorgd om de toekomstige waarde van het familiebedrijf. De belangen van de verschillende familieleden zijn evenwaardig. Het 'double moral hazard' probleem kan verminderd worden omdat de familiale belangen van de familieleden meer op één lijn komen, namelijk de toekomst van het familiebedrijf (Schulze et al., 2003a). Als gevolg hiervan is het mogelijk dat de agency kosten dalen naarmate men zich meer op één lijn bevindt. In 'cousin consortiums' kan men sneller geneigd zijn om te financieren met schulden omdat de vele aandeelhouders (allemaal familieleden) erg sterk gelijken op personen die investeren in publieke bedrijven. Hierdoor is het investeringspatroon van een 'cousin consortium' realistischer dan bij een 'controlling owner' en een 'sibling partnership' (Schulze et al., 2003a). De grote uitdaging in het 'cousin consortium' is ervoor te zorgen dat er groei is voor de 'inside family shareholders' en dividenden voor de 'outside family shareholders' (Gersick et al., 1997).

We kunnen besluiten dat het mogelijk is dat een 'controlling owner' minder agency problemen zal bezitten als een 'sibling partnership'. Indien de 'controlling owner' alle eigendom bezit, en dus ook alle macht, kan voor de rest van de familie een gevoel van 'verlies-aversie' ontstaan, maar tegelijkertijd kan de 'controlling owner' ervoor zorgen dat hij alles onder controle heeft. Daarnaast zijn er twee belangrijke problemen die mogelijk niet ontstaan indien de 'controlling owner' de volledige eigendom bezit, namelijk 'double moral hazard' en 'owner opportunism'. Hieruit kunnen we afleiden dat een financiële instelling mogelijk meer vertrouwen heeft in een familiebedrijf indien er een 'controlling owner' aanwezig is die de volledige eigendom bezit, dan bij het voorkomen van

een 'sibling partnership'. Binnen een 'sibling partnership' kunnen de verschillende belangen ervoor zorgen dat de financiële instelling minder vertrouwen heeft in het familiebedrijf. Als laatste categorie is er het 'cousin consortium'. Hierbij kan men de vraag stellen of een 'cousin consortium' wel haalbaar is. Het is namelijk niet evident om alle belangen van de verschillende partijen op één lijn te krijgen. Uit deze redeneringen kunnen we concluderen dat een familiebedrijf met een 'controlling owner' minder agency problemen zal ondervinden zowel binnen het familiebedrijf als naar de financiële instelling toe. Algemeen kan er afgeleid worden dat een familiebedrijf met een familiale CEO en een geconcentreerde eigendomsstructuur ('controlling owner') mogelijk minder zakelijk en/of persoonlijk onderpand moet inbrengen dan een familiebedrijf met een familiale CEO en een verspreide eigendomsstructuur ('sibling partnership').

'Outside' versus 'inside' eigendom

Ang, Cole, en Wuh Lin (2000) hebben de relatie tussen de eigendomsstructuur en de agency problemen weergegeven aan de hand van twee uitersten. Ze zijn vertrokken van een bedrijf met geen agency problemen, namelijk de CEO bezit alle aandelen. Daarna hebben ze de agency problemen bepaald in het andere uiterste, namelijk een bedrijf waar de CEO geen enkel aandeel bezit. Ten slotte hebben ze de agency problemen van bedrijven tussen de twee uitersten bepaald. Hieruit is gebleken dat de agency problemen stijgen naarmate er meer personen de eigendom delen. Volgens Ang et al. (2000) komt het er op neer dat wanneer de eigendom in handen is van personen die niet werken binnen het bedrijf, de agency problemen van het bedrijf stijgen. Hiermee wil men duidelijk maken dat verspreid eigendom een hogere kans kan hebben op agency problemen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat er informatieasymmetrie ontstaat tussen beide partijen. Daarentegen hebben Anderson, Mansi, en Reeb (2003) aangetoond dat er een curvilineaire relatie is tussen de eigendom en de agency problemen. De agency problemen dalen tot op een bepaald niveau van eigendom waarna de agency problemen stijgen indien het niveau van eigendom teveel geconcentreerd wordt binnen het management.

De opdeling tussen twee uitersten die Ang et al. (2000) hebben gemaakt, kan voorgesteld worden als de opdeling tussen 'outside owners' en 'inside owners' (Schulze et al., 2003a). 'Outside owners' zijn personen die aandelen bezitten van het bedrijf, maar niet zetelen in het management. Deze aandeelhouders prefereren dat het familiebedrijf een groei-oriëntatie nastreeft en hiervoor ook risico's neemt (Schulze et al., 2003a). Dit is een logische redenering omdat de 'outside owners' enkel iets kunnen verdienen indien de aandeelhouderswaarde stijgt. Tegenover de 'outside owners' staan de 'inside owners'. Deze personen hebben aandelen in het bedrijf, maar fungeren ook als manager/CEO waardoor ze invloed hebben in de dagelijkse taken. Hier komt dus de combinatie van management en eigendom voor. Zij streven niet enkel een verhoging van de aandeelhouderswaarde na, maar definiëren hun waarde in de opbrengst die ze van bepaalde

handelingen bekomen (Schulze et al., 2003a). Deze handelingen houden niet enkel het nastreven van de bedrijfsprestaties in, maar ook om zichzelf een bepaalde eer toe te kennen zoals het kunnen opleggen van bepaalde strategieën. De risico's die de 'inside owners' nemen, zullen evenredig zijn met de te verwachten uitkomst (Schulze et al., 2003a). Dit is logisch omdat de 'inside owners' aandelen, en dus ook een deel van het risico bezitten.

Doordat een familiale CEO die ook de eigendom bezit ('controlling owner'/'inside owner') zijn aandeelhouderswaarde definieert in de opbrengst die hij van bepaalde handelingen bekomt, kan eruit afgeleid worden dat hij mogelijk niet geneigd is zijn eigen welvaart boven die van het familiebedrijf te stellen. Dit komt omdat de welvaart van het familiebedrijf gelijk is aan zijn/haar persoonlijk welvaart, hij/zij bezit namelijk alle aandelen (Anderson & Reeb, 2004). Daarentegen hebben Lubatkin et al. (2005) aangetoond dat een familiale CEO, die de eigendom ook bezit, een grotere neiging heeft om middelen van het familiebedrijf te onttrekken voor privégebruik. Dit komt omdat deze persoon geen verantwoording moet afleggen aan andere aandeelhouders. Hierbij moeten we de opmerking maken of het al dan niet zinvol is voor de familiale CEO om middelen te onttrekken van het familiebedrijf, terwijl hij de volledige eigendom in handen heeft. We kunnen hier dan ook besluiten dat een 'inside owner' zoals een 'controlling owner' kan handelen, waardoor de agency problemen kunnen verminderen. De financiële instelling kan het familiebedrijf vertrouwen omdat de welvaart van de familiale CEO gelijk is aan die van het familiebedrijf zelf. Er kan in dit geval ook een lagere graad van waarborgen toegepast worden.

3.3.2 Stewardship theorie en de familiale CEO met geconcentreerd eigendom

Eerder is aangehaald dat altruïsme gekenmerkt wordt door een goede communicatie die doorheen het familiebedrijf vloeit, er een vlotte samenwerking is, de informatieasymmetrie vermindert en iedereen zich de facto eigenaar van het familiebedrijf voelt. Dit heeft te maken met de stewardship theorie. Zoals eerder vermeld houdt deze theorie in dat werknemers hun persoonlijke behoeften gelijkaardig zijn aan de bedrijfsdoelstellingen. Ze streven dus zowel hun eigen doelen als die van het bedrijf na. Miller en Le Breton-Miller (2005) hebben aangetoond dat 'inside owners', en dus ook 'controlling owners', vooral werken als stewards. Hun reputatie en vergoeding is sterk gerelateerd aan het familiebedrijf. Om werknemers binnen een familiebedrijf als stewards te laten handelen is het belangrijk dat de werknemers het gevoel hebben van psychologische eigenaar te zijn en dit gevoel wordt gecreëerd door de stewardship filosofie binnen het familiebedrijf (Corbetta & Salvato, 2004; Zahra, 2003). Psychologisch eigendom is gerelateerd aan een gevoel van verantwoordelijkheid voor het bedrijf (Pierce, Kostova, & Dirks, 2001). Doordat alle familieleden zich psychologisch eigenaar voelen, zullen ze zich inzetten om de bedrijfsdoelstellingen te behalen. We kunnen hieruit afleiden dat een familiale CEO die de volledige eigendom bezit, handelt als een steward en zo een goede relatie kan verkrijgen met de financiële instelling. Binnen het

familiebedrijf zullen er mogelijk geen agency problemen ontstaan omdat de CEO als steward handelt. De relatie met de financiële instelling kan wel met agency problemen te kampen krijgen omdat de familiale CEO meer geneigd is om de familiale doelstellingen na te streven. Zoals al aangehaald is, kan het geconcentreerd eigendom bij de familiale CEO ervoor zorgen dat de voordelen van de langetermijnvisie de nadelen van de familiale doelstellingen overstijgt, waardoor de relatie met de financiële instelling minder agency problemen kan bevatten.

3.3.3 Besluit

We kunnen uit de literatuur besluiten dat in een familiebedrijf met een familiale CEO en een geconcentreerde eigendomsstructuur minder agency problemen kunnen voorkomen. Jensen en Meckling (1976) hebben hier als eerste verschillende redenen voor gegeven, zoals bijvoorbeeld het wegvallen van de controlemechanismen tussen management en eigendom. Desondanks zijn er ook nadelen aan verbonden omdat de familiale CEO die ook de eigendom bezit, zijn macht kan gebruiken om middelen van het familiebedrijf te onttrekken voor privégebruik (Lubatkin et al., 2005). Dit nadeel geldt niet in alle situaties. Wanneer de CEO het volledige eigendom bezit, zal zijn welvaart gelijk zijn aan die van het familiebedrijf en heeft hij mogelijk geen motivatie om middelen te onttrekken. We kunnen de familiale CEO met geconcentreerd eigendom vergelijken met een 'controlling owner' of een 'inside owner'. Uit de literatuur omtrent deze twee termen is ook gebleken dat ze minder agency problemen kunnen veroorzaken binnen een familiebedrijf dan wanneer de eigendom verspreid is.

Doordat een familiebedrijf met een familiale CEO en een geconcentreerde eigendomsstructuur minder agency problemen binnen het bedrijf zelf veroorzaakt, kan dit ervoor zorgen dat er ook een vertrouwensrelatie met de financiële instelling opgebouwd kan worden. Binnen geconcentreerd eigendom kan er een langetermijnvisie nagestreefd worden, wat als positief gezien wordt door de financiële instelling. Indien het een familiebedrijf betreft met een familiale CEO en een verspreide eigendomsstructuur, kunnen de verschillende belangen van de aandeelhouders ervoor zorgen dat er geen degelijke relatie kan opgebouwd worden met de financiële instelling. Hieruit kunnen we concluderen dat de aanwezigheid van een familiale CEO, die ook de eigendom bezit, ervoor kan zorgen dat er minder zakelijk en/of persoonlijk onderpand ingebracht zal moeten worden bij het aangaan van krediet.

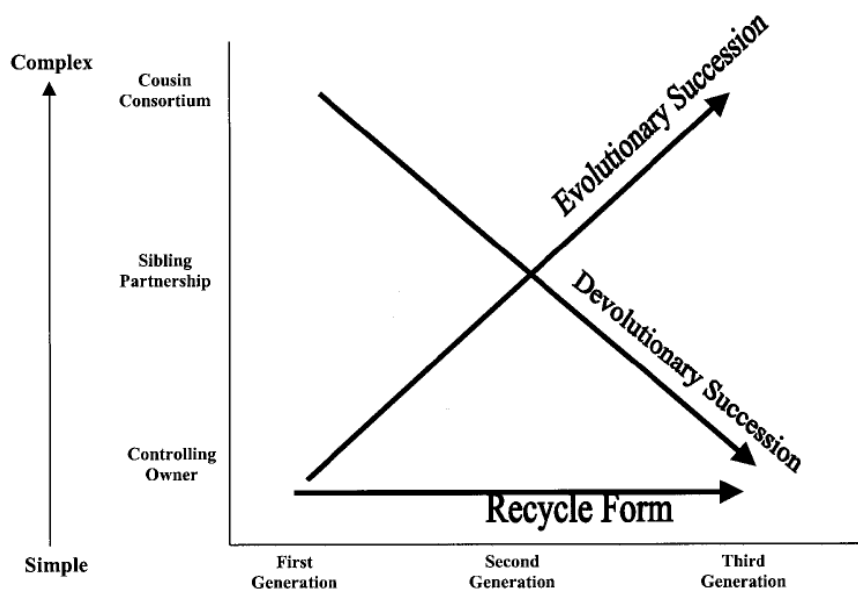
Vanuit dit standpunt kunnen we volgende hypothese opstellen:

Hypothese 3: een familiebedrijf met een familiale CEO en een geconcentreerde eigendomsstructuur zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

3.4 Generatie

Familiebedrijven doorlopen meerdere generaties in het bestaan ervan. Niet altijd blijven familiebedrijven in familiale handen waardoor er een heel andere richting ingeslagen kan worden. Het opvolgingsproces heeft een grote impact voor de verschillende soorten stakeholders en zorgt ervoor dat familiebedrijven moeilijke momenten kunnen meemaken (Shepherd & Zacharakis, 2000). Het is merkwaardig dat maar 30% van de familiebedrijven een tweede generatie haalt en slechts 13% een derde generatie (Ward, 1987). In deze masterproef zullen we ons concentreren op het verschil tussen de eerste en de tweede generatie in familiebedrijven. In de eerste generatie zal het familiebedrijf opgericht worden door een familielid (stichter/oprichter). Tweede generatie familiebedrijven ontstaan door een opvolgingsproces, namelijk de erfenis (erfgenaam).

Zoals bij de combinatie tussen management en eigendom aangehaald is, zijn er drie vormen die binnen familiebedrijven kunnen voorkomen, namelijk, 'controlling owner', 'sibling partnership', en 'cousin consortium'. In figuur 5 worden deze drie vormen in kaart gebracht samen met de eerste, tweede, en derde generatie. In de literatuur wordt een eerste generatie gekenmerkt door familiaal eigendom en familiaal management, met de mogelijkheid dat er meerdere personen van dezelfde generatie bij de opstart aanwezig zijn (Sonfield & Lussier, 2004). Binnen tweede en derde generatie familiebedrijven kunnen er twee of drie generaties betrokken zijn in de eigendom en/of het management (Sonfield & Lussier, 2004). Uit deze grafiek kan men drie processen afleiden die familiebedrijven doorheen de generaties volgen, namelijk 'devolutionary succession' (minder complex), 'evolutionary succession' (complexer) en 'recycle form' (hetzelfde vernieuwen).



*Figuur 5: veranderingen in de structurele vorm van de familiebedrijven
(Westhead, Howorth, & Cowling, 2002 pp. 251)*

Figuur 5 geeft weer dat hoe meer mensen bij het management en de eigendom betrokken zijn, hoe complexer het wordt om beslissingen te nemen. Lansberg (1999) geeft aan dat het opvolgingsproces in familiebedrijven gepaard gaat met veranderingen in eigendomsstructuur en management. Deze veranderingen maken het opvolgingsproces nog ingewikkelder. Binnen latere generatiefamiliebedrijven kan de eigendom veel vaker verspreid zijn omdat het aantal familieleden dat betrekking heeft tot het familiebedrijf veel groter kan worden (Gimeno Sanding, Labadie, Saris, & Mayordomo, 2006). Volgens Gimeno Sanding et al. (2006) kan deze complexiteit een negatieve invloed hebben op de relatie tussen de familiale eigenaars. Het is namelijk zo dat in latere generatie familiebedrijven meer familieleden betrokken worden waardoor het mogelijk is dat de verbondenheid tussen elkaar sterk verminderd. De vele familieleden zullen verschillende doelstellingen, waarden, etc. nastreven wat voor problemen kan zorgen (Montemerlo, 2005; Ward, 1997). Het vertrouwen tussen de familieleden kan dalen omwille van deze verschillende belangen. Doordat er zoveel verschillende visies binnen latere generatie familiebedrijven kunnen ontstaan, is het mogelijk dat er meer agency problemen ontstaan binnen deze familiebedrijven (Lambrecht & Lievens, 2008). Deze agency problemen binnen het familiebedrijf kunnen ervoor zorgen dat er ook agency problemen ontstaan met de financiële instelling. Door bijvoorbeeld het mindere vertrouwen tussen de familieleden van verschillende generaties, kan de financiële instelling concluderen dat er meer onzekerheid kan ontstaan omtrent de terugbetalingscapaciteit. Om deze agency problemen te beperken, is het aangewezen dat er een goede verstandhouding is tussen zowel de verschillende generaties, als binnen de generaties (Handler, 1991). Er zijn namelijk verschillende soorten generaties betrokken bij de opvolging.

In eerste generatie familiebedrijven worden beslissingen veeleer gecentraliseerd genomen, terwijl in volgende generaties meer met teams gewerkt wordt (Dyer, 1988). Deze teams bestaan vaak uit ouders, kinderen en 'siblings'. Deze teams nemen dan gezamenlijk de beslissingen terwijl er nog altijd de mogelijkheid is dat er één lid van de familie aan het hoofd staat (Aronoff, 1998). Hoe meer generaties men doormaakt, hoe groter de kans is dat er meerdere mensen gezamenlijk beslissingen nemen (Aronoff, 1998). Het gevolg dat hieraan verbonden is, is dat er meer meningsverschillen en conflicten ontstaan tussen familieleden in latere generaties dan gedurende de eerste generatie (Beckhard & Dyer, 1983).

In familiebedrijven die meerdere generaties overleven, zullen de jongere familieleden al vroeg ingeschakeld worden in het bedrijf om zo voldoende kennis te kunnen verwerven om dan later hun ouder te kunnen opvolgen als CEO (Fiegener, Brown, Prince, & File, 1994). Daarentegen zijn oudere CEO's minder geneigd om de fakkel door te geven aan de jongere generatie, terwijl de jongere generatie er naar streeft om zo snel mogelijk aan het hoofd van het familiebedrijf te staan (Birley, Ng, & Godfrey, 1999; Ibrahim, Soufani, & Lam, 2000). De veranderingen die gepaard gaan met generatiewissels hebben mogelijk een grote impact op de werking van het bedrijf en daardoor ook op de mogelijkheid tot agency problemen. In de context van deze masterproef kunnen zo'n

veranderingen leiden tot nieuwe voorwaarden omtrent kredietverlening. Veranderingen omtrent generatiewissels hebben dus zeker een impact op de waarborgverlening. In deze masterproef wordt toegespitst op twee verschillende managementvormen, namelijk die van de oprichter/stichter en die van de opvolger/erfgenaam. De oprichter is altijd een familielid omdat het gaat over familiebedrijven. De opvolging kan opgesplitst worden in erfgenamen, namelijk de kinderen erven het over van hun ouders en een tweede soort dat de kinderen de ouders moeten uitbetalen om het familiebedrijf te mogen overnemen. Vooraleer we de oprichters en opvolgerspolitiek bespreken, gaan we na wat de rol van innovatie, meer bepaald corporate entrepreneurship, is binnen familiebedrijven en de verschillende generaties.

3.4.1 Corporate entrepreneurship binnen familiebedrijven

Als familiebedrijven willen overleven in een competitieve markt moeten ze voortdurend innovatief zijn. Binnen familiebedrijven is het mogelijk dat hier niet altijd evenveel aandacht aan besteed wordt. De familiale doelstellingen kunnen dit beperken. Om deze reden is het interessant om na te gaan of er verschillen zijn tussen de oprichter en de opvolger omtrent het innovatieve aspect. Binnen de literatuur wordt hiervoor het begrip corporate entrepreneurship gebruikt. Dit kan gedefinieerd worden als "een multidimensionaal concept waaronder de bedrijfsactiviteiten vallen zoals product-markt en technologische innovatie, het nemen van risico's, en het op voorhand anticiperen" (pp. 771) (Miller, 1983). Daarnaast houdt het begrip alle activiteiten in omtrent het opzetten en onderhouden van een bedrijf in een competitieve sfeer met de nadruk op innovatie (Zahra, 1995). Praktijk specifieke voorbeelden zijn o.a. innovatie binnen het R&D gedeelte van het bedrijf en het ontdekken van nieuwe afzetgebieden (Miller, 1983; Zahra, Neubaum, & Huse, 2000). Deze voorbeelden van innovatieve activiteiten bepalen het succes en de continuïteit binnen familiebedrijven in termen van groei in personeelsbestand en welvaart (Upton, Teal, & Felan, 2001). Voor familiebedrijven in het algemeen is het uitermate belangrijk om opportuniteiten te ontdekken binnen de competitieve markt om zo de continuïteit te vrijwaren.

Er worden verschillende redenen aangehaald waarom familiebedrijven over het algemeen minder innovatief zijn. Cabrera-Suarez, Saa-Perez en Almeida (2001) tonen aan dat familiebedrijven eerder terughoudend staan op het gebied van investeren in innovatie, zoals nieuwe ondernemingen opstarten. Morris (1998) vindt dat familiebedrijven het risico op falen, omwille van te beperkte innovatie, bereid zijn te dragen. Bovendien haalt Levinson (1971) aan dat familiebedrijven weigerachtig staan tegenover veranderingen, terwijl innovatie gepaard gaat met verandering. Carney (2005) gaat hierin verder en heeft aangetoond dat een familiale eigendomsstructuur kan zorgen voor een beperkte kapitaalstroom naar corporate entrepreneurship. Andere studies hebben aangetoond dat familiebedrijven die investeren in corporate entrepreneurship beter kunnen presteren (McCann, Leon-Guerrero, Haley, 2001). Er zijn ook verschillen omtrent corporate

entrepreneurship waarneembaar tussen familiebedrijven onderling. Sommige familiebedrijven ondersteunen innovatie (Upton et al., 2001) en verandering (Vago, 2004; Zahra, Hayton, & Salvato, 2004), terwijl andere familiebedrijven beperkte corporate entrepreneurship uitvoeren omdat de familie graag de gewone bedrijfsvoering verder wil uitvoeren (status quo) (Gersick et al., 1997; Kepner, 1991), of ze zijn actief in een omgeving die geen uitdagingen omtrent corporate entrepreneurship creëert (Salvato, 2004).

Binnen familiebedrijven kunnen we ook verschillen aanhalen omtrent de toepassing van corporate entrepreneurship tussen de eerste generatie (stichter) en de latere generaties (opvolger). Volgens Aldrich & Cliff (2003) zijn stichters meer gericht op corporate entrepreneurship dan opvolgers. De stichters hebben oog voor opportuniteiten in de markt die ze dan ook met beide handen aannemen. Er kan hier de vraag gesteld worden of de opportuniteiten in de markt handelen over corporate entrepreneurship of over de opstart van het familiebedrijf. Daarnaast zullen stichters op lange termijn conservatiever worden en zo ook minder investeren in corporate entrepreneurship (Autio & Mustakallio, 2003; Dertouzos, Lester, & Solow, 1989; Zahra et al., 2004). Sharma, Chrisman, en Chua (1997) hebben hiervoor als reden gegeven dat de stichters de familiale doelstellingen en zo ook de familiale welvaart willen behouden en uitbreiden. Morris (1998) geeft aan dat het risico op falen bij startende ondernemingen zeer groot is en dat daarom de beslissingen van de stichter conservatiever zijn. Bovendien worden de beslissingen in eerste generatie bedrijven vaak gecentraliseerd genomen, namelijk door de stichter zelf, wat ook de toepassing van corporate entrepreneurship vermindert (Dyer, 1988; Zahra et al., 2004). Deze focus remt innovatie af waardoor de overleving van het familiebedrijf in gevaar kan komen. Het is uitermate belangrijk dat een familiebedrijf nieuwe markten ontdekt en bestaande processen vernieuwt om zo de toekomst van het bedrijf te vrijwaren (Ward, 1987). Ondanks de nood aan corporate entrepreneurship kan er besloten worden dat de stichter bereid is om risico's te nemen die samenhangen met het opstarten van bedrijven, maar niet om risico's te nemen omtrent corporate entrepreneurship (Kellermanns & Eddleston, 2006). De opstart van een nieuw bedrijf gaat gepaard met risico's zoals het maken van kosten terwijl er nog maar weinig opbrengsten zijn. Doordat dit grote risico's zijn, is een stichter niet geneigd om ook nog de risico's te nemen omtrent corporate entrepreneurship. Het belang om het familiebedrijf in handen te houden van de familie en zo ook de familiale welvaart te vrijwaren, primeren op het nemen van risico's die gepaard gaan met corporate entrepreneurship. Om deze redenen kunnen we aannemen dat familiebedrijven waarin de stichter aan het hoofd staat (eerste generatie bedrijf) minder gebruik maakt van corporate entrepreneurship.

In tegenstelling tot familiebedrijven waarin de stichter nog aan het hoofd van het bedrijf staat, is het mogelijk dat familiebedrijven waarin de opvolger het beleid voert, meer openstaan voor nieuwe opportuniteiten (Kepner, 1991). Familiebedrijven die gemanaged worden door meerdere generaties zullen veranderingen en vernieuwingen moeten doorvoeren om hetzelfde niveau van groei van de

vorige generatie te kunnen evenaren (Jaffe & Lane, 2004). Corporate entrepreneurship is uitermate belangrijk voor latere generaties om zo de welvaartscreatie voor de volgende generaties te behouden en dus ook de continuïteit van het familiebedrijf te vrijwaren (Poza, 1989). Hieruit kunnen we concluderen dat latere generaties zich veel meer moeten richten op corporate entrepreneurship dan dit het geval is bij de stichters.

Het toepassen van corporate entrepreneurship houdt altijd risico's in. In beperkte mate kan dit als positief aanzien worden door de financiële instelling. Indien een familiebedrijf teveel aandacht besteedt aan corporate entrepreneurship kan dit een averechts effect hebben op de relatie met de financiële instelling. Deze kan het familiebedrijf dan bestempelen als een risico-minded bedrijf, waardoor het familiebedrijf extra waarborgen moet inbrengen bij het aangaan van krediet. Daarnaast is het mogelijk dat de financiële instelling niet verwacht dat een stichter zich bezighoudt met corporate entrepreneurship omdat de opstart van het familiebedrijf op dat moment primeert. We kunnen dus concluderen dat er verschillende factoren omtrent corporate entrepreneurship een rol spelen in het bepalen van de mate van waarborgen bij het aangaan van krediet.

3.4.2 Oprichter als CEO

Het uitgangspunt hier is dat de oprichter van het familiebedrijf als CEO functioneert. Volgens Anderson et al. (2003) verminderen de oprichters, die als CEO fungeren, de mate waarin agency problemen kunnen voorkomen. Een van de redenen die ze hiervoor aangeven is dat oprichters over de nodige kennis en vaardigheden beschikken om het familiebedrijf te besturen. Op deze manier kunnen ze meer toegevoegde waarde in het bedrijf brengen. Als de oprichter ook als CEO functioneert, kunnen de mindere agency problemen binnen het familiebedrijf een positieve invloed hebben op de relatie met de financiële instelling. Financiële instellingen zien graag dat bedrijven bestuurd worden door bekwame personen. Ze zien de oprichter als CEO bekwamer als iemand anders dan de oprichter die als CEO functioneert. Familiale stichters van familiebedrijven hebben meestal een groot deel van hun kapitaal geïnvesteerd in het bedrijf waardoor ze een niet-gediversifieerde portefeuille bezitten. Dit wil zeggen dat de oprichter-CEO de risico's probeert te beperken, maar met de opstart van een bedrijf zijn er altijd risico's aanwezig. Deze risico's kan de oprichter-CEO niet vermijden. Indien de stichter ook als CEO functioneert, zal dit zijn effect hebben op het 'shareholder-debtholder' probleem (Anderson et al., 2003). Anderson et al. (2003) stellen namelijk dat de relatie tussen de stichter en de financiële instelling minder agency problemen kan veroorzaken omdat de welvaart van de stichter gelijk is aan de welvaart van het familiebedrijf. Er wordt veel aandacht gegeven aan de reputatie en het voortbestaan van het familiebedrijf. De oprichter denkt vooral op lange termijn, wat de resultaten alleen maar ten goede kunnen komen (Anderson et al. 2003). Stichters zien hun familiebedrijf eerder als een actief dat kan nagelaten worden aan familieleden of andere opvolgers dan als een manier om er zoveel mogelijk geld mee

te verdienen (Casson, 1999; Chami, 1999). Hieruit kunnen we ook afleiden dat familiebedrijven, waarin de familiale stichter aan het hoofd staat, minder agency problemen kan ondervinden met de financiële instelling. De financiële instelling en het familiebedrijf kunnen langetermijncontracten afsluiten omdat het familiebedrijf op lange termijn denkt. Dit komt de samenwerking tussen beide partijen alleen maar ten goede. Daarnaast zal een oprichter ook veel aandacht besteden aan de terugbetaling omdat zijn reputatie belangrijk is. De goede relatie tussen beide partijen kan ervoor zorgen dat de financiële instelling minder snel geneigd is om zakelijk en/of persoonlijk onderpand te eisen.

Daarentegen worden eerste generatie familiebedrijven gekenmerkt door een paternalistische managementcultuur (Dyer, 1988). Deze paternalistische managementcultuur wordt weergegeven als hiërarchische relaties, autoriteit, macht vanuit het topmanagement, en wantrouwen van niet-familieleden. Deze manier van werken kan zorgen voor minder motivatie van de niet-familieleden en een mindere werksfeer. De motivatie en sfeer kunnen dan op hun beurt zorgen voor meer agency problemen. Daarnaast is er ook twijfel omtrent de bekwaamheid van de familiale stichter als CEO. Johnson, Magee, Nagarajan, en Newman (1985), Morck, Shleifer, en Vishny (1988), en Gomez-Mejia et al. (2001) hebben aangetoond dat de prestaties van de CEO, die het familiebedrijf ook opgericht heeft, na verloop van tijd verminderen. Daarnaast kan de stichtende familie enkel waarde toevoegen aan het familiebedrijf indien de stichter ook effectief als CEO functioneert (Villalonga & Amit, 2006). Bovendien wordt het familiebedrijf geschaad als een opvolger de functie van CEO inneemt.

3.4.3 Opvolger als CEO

Wanneer een familiebedrijf wordt overgegeven aan erfgenamen zijn er verschillende kenmerken die een invloed hebben op de keuze wie de nieuwe CEO wordt. In het algemeen is er binnen familiebedrijven een meer persoonlijke, directe, en een op relatie-gebaseerde benadering om de opvolger aan te duiden (Fiegener et al., 1994). Daarnaast kunnen opvolgers, die een relatie hebben met de familie (de vorige CEO, de stichter, aandeelhouders, etc.), mindere prestaties leveren dan dit het geval is bij opvolgers die geen relatie hebben met de familie (Pérez-González, 2006). Bertrand, Johnson, Samphantharak, en Shoar (2005) hebben de grootte van de familie en het al dan niet getrouwd zijn, opgenomen als kenmerken die een effect hebben op het aanstellen van een nieuwe CEO. Familiebedrijven verkiezen bij de opvolging de kinderen boven de echtgenoot, de ouders of de aanverwanten (Bennedsen et al., 2007). Een verklaring kan hiervoor zijn dat de kinderen langer als CEO kunnen functioneren dan de echtgenoot. Dit heeft een positieve invloed op de relatie met de financiële instelling (wordt in de volgende alinea aangehaald), want financiële instellingen zijn afkerig tegenover een opvolging binnen familiebedrijven. Indien de zoon of dochter de huidige CEO opvolgt, zal het langer duren vooraleer er een nieuwe opvolger

aangeduid moet worden dan dat dit bij de echtgenoot het geval is. Een andere determinant is het geslacht (Bennedsen et al., 2007). Indien de eerste in lijn voor de opvolging een man is, zal er eerder een familiale CEO aangeduid worden dan wanneer het een vrouw is. Opmerkelijk hierbij is dat Bennedsen et al. (2007) geen enkel verschil in winstgevendheid kan aantonen wanneer de opvolger een man of vrouw is.

Indien het familiebedrijf overgegeven is aan erfgenamen kan dit wel een weerspiegeling hebben in de waarborgverlening. Anderson et al. (2003) zijn tot de conclusie gekomen dat wanneer erfgenamen de functie van CEO op zich nemen er beduidend hogere agency problemen aanwezig kunnen zijn. Een verklaring hiervoor is volgens hun zichtbaar in het gedrag van de kredietverleners die hun welvaart zien verminderen als de oprichter de fakkel doorgeeft aan een erfgenaam. Die welvaartsvermindering kan er komen doordat de erfgenamen meer de neiging kunnen hebben om het eigen belang na te streven en niet altijd de nodige kennis bezitten. Ze worden vaak aangesteld omdat ze familie zijn van de oprichter. De oprichter was iemand die toegevoegde waarde kon geven aan het familiebedrijf, terwijl dit niet altijd duidelijk is bij een opvolger (Anderson et al., 2003). Deze negatieve effecten kunnen voor agency problemen zorgen binnen het familiebedrijf, maar ook naar de buitenwereld toe. Financiële instellingen hebben minder vertrouwen in het familiebedrijf vooral omtrent de mindere kennis die een familiale opvolger kan hebben. Deze negatieve invloeden kunnen een effect hebben op de waarborgen die vereist zullen zijn, namelijk dat de financiële instelling meer zakelijk en/of persoonlijk onderpand kan eisen.

Indien een familiebedrijf zich in een latere generatie bevindt, is er heel vaak een professionelere managementcultuur terug te vinden (Dyer, 1988). In de professionele managementcultuur krijgen niet-familieleden ook kansen om aan het hoofd van het familiebedrijf te komen. Mc Conaughy en Phillips (1999) hebben aangetoond dat de erfgenamen meer gericht zijn op het behouden van het familiebedrijf, terwijl de oprichters zich vooral focussen op de opstart. Omdat de erfgenamen zich focussen op het behouden van het familiebedrijf is er vaak meer kennis nodig dan de familie zelf bezit. Om deze reden kunnen er in latere generaties meer externe CEO's aangetrokken worden. Deze personen kunnen objectiever te werk gaan. McConaughy en Phillips (1999) wijzen er wel op dat het aantrekken van een externe CEO het gevolg kan zijn van het groeien van het familiebedrijf doorheen de generaties. Het is dus mogelijk dat de groei van het bedrijf een grotere impact heeft op het professionelere karakter van het familiebedrijf dan de generatiewissel. Birley et al. (1999) hebben aangetoond dat er in latere generaties meer familieleden tewerkgesteld worden, omwille van het feit dat de familiale eigenaars hun kinderen in de richting van het familiebedrijf sturen. Deze familieleden worden vaak naar hogere functies binnen het familiebedrijf gebracht op basis van het familiale karakter in plaats van op basis van de kwaliteiten (Westhead, 1997; Birley et al., 1999). Het professioneler worden van het management kan er dus voor zorgen dat de agency problemen verminderen omdat er professioneler gewerkt wordt. Daarentegen is het mogelijk dat er meer agency problemen ontstaan in tweede generatie familiebedrijven omdat de opvolgende CEO

niet de vereiste kennis en vaardigheden bezit. Hieruit kunnen we afleiden dat financiële instellingen bij tweede generatie familiebedrijven minder vertrouwen kunnen hebben in de leiding, waardoor dit weerspiegeld kan worden in een hogere mate van waarborgverlening bij het aangaan van krediet.

3.4.4 Besluit

Corporate entrepreneurship is uitermate belangrijk voor de continuïteit van familiebedrijven. Uit de literatuur kunnen we concluderen dat stichters van familiebedrijven meer gefocust zijn op de opstart van het bedrijf en minder op corporate entrepreneurship. De opvolgers in familiebedrijven zijn wel meer gefocust op corporate entrepreneurship. Dit is noodzakelijk om de overleving van het familiebedrijf op lange termijn te kunnen vrijwaren. Hieruit kunnen we concluderen dat corporate entrepreneurship kan zorgen voor een langetermijnvisie binnen het familiebedrijf. Deze visie kan een positief signaal zijn naar de financiële instelling toe. Het familiebedrijf geeft namelijk weer dat het op lange termijn wil overleven en dus ook in staat is om het krediet te kunnen terugbetalen. Aangezien opvolgers meer met corporate entrepreneurship bezig zijn, kunnen we vanuit dit standpunt concluderen dat opvolgers minder agency problemen kunnen ervaren met de financiële instelling en dus ook minder zakelijk en/of persoonlijk onderpand moeten inbrengen. Er moet wel opgemerkt worden dat het toepassen van corporate entrepreneurship bij de opstart van het familiebedrijf grotere risico's inhoudt, waardoor het mogelijk is dat corporate entrepreneurship geen invloed heeft op de agency problemen tussen het eerste generatie familiebedrijf en de financiële instelling.

Eerste generatie familiebedrijven hebben over het algemeen een minder complexe structuur dan dit het geval is bij latere generatie familiebedrijven. Deze complexe structuur ontstaat door de vele familieleden die allen verschillende belangen kunnen hebben. Daarnaast kan het vertrouwen tussen de familieleden in latere generatie familiebedrijven verminderen omdat er zoveel familieleden tewerkgesteld zijn. Binnen eerste generatie familiebedrijven kan dat vertrouwen wel nog voorkomen omdat een kleine groep familieleden de eigendom in handen heeft. Hieruit kunnen we concluderen dat eerste generatie familiebedrijven met minder agency problemen geconfronteerd kunnen worden. Naar de financiële instelling toe is het belangrijk dat het familiebedrijf vertrouwen en vakkundigheid uitstraalt. Deze uitstraling kan in mindere mate voorkomen bij latere generatie familiebedrijven omdat de opvolger niet altijd de vereiste kennis bezit. Om de onzekerheid weg te nemen bij latere generatie familiebedrijven, zijn financiële instellingen geneigd om meer waarborgen te eisen.

Financiële instellingen staan nogal sceptisch tegenover de opvolger omdat er geen zekerheid is of die dezelfde capaciteiten heeft als de stichter/oprichter. Daarnaast wordt aangenomen dat wanneer de oprichter ook als CEO functioneert dit minder agency problemen binnen het familiebedrijf kan

veroorzaken. Er wordt vanuit gegaan dat de oprichter ook de meeste kennis en motivatie heeft om als CEO te functioneren. Daarnaast wordt aangehaald dat familiale opvolgers de eigen welvaart kunnen laten primeren op die van het familiebedrijf. Binnen latere generaties zijn er vaak meerdere personen die beslissingen nemen waardoor het mogelijk is dat de besluitvorming ingewikkelder kan verlopen. Daarnaast heeft de oprichter meestal zijn volledige kapitaal ingebracht waardoor deze het familiebedrijf zeker niet in faling wil laten gaan. De reputatie van de stichter is zeer belangrijk voor hem. Hieruit kunnen we concluderen dat een oprichter/stichter, omwille van de mindere agency problemen binnen het familiebedrijf en ook naar de financiële instelling toe, ook minder zakelijk en/of persoonlijk onderpand kan inbrengen. Het is mogelijk dat de financiële instelling meer vertrouwen heeft in eerste generatie familiebedrijven.

Vanuit dit standpunt kunnen we volgende hypothesen opstellen:

Hypothese 4: eerste generatie familiebedrijven zullen een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

HOOFDSTUK 4: ALGEMENE DETERMINANTEN VAN WAARBORGVERLENING BIJ FAMILIEBEDRIJVEN

Naast het management, de eigendom, en de generatie zijn er nog andere kenmerken die een invloed hebben op de waarborgverlening bij familiebedrijven, meer bepaald op een homogene groep van familiebedrijven. Dit zijn enkele algemenere kenmerken die niet allemaal betrekking hebben op de structuur en samenstelling van het familiebedrijf, maar ook op de relatie tussen de kredietnemer en de kredietverlener, het krediet zelf, en enkele macro-economische variabelen. In dit hoofdstuk zullen we nagaan wat de invloed is van deze kenmerken op het gebruik van onderpand door familiebedrijven.

4.1 Bedrijfskenmerken

4.1.1 Bedrijfs grootte

De bedrijfs grootte kan een negatieve relatie hebben met het gebruik van onderpand (Steijvers et al., 2010). Kleinere en nieuwere bedrijven hebben vaak meer moeite om de kwaliteit van het project en de bedrijfsprocessen te kunnen overbrengen naar de financiële instellingen (Chan & Kanatas, 1985). Om dit probleem te overbruggen, zullen zij mogelijk meer onderpand moeten inbrengen om de kwaliteit van het project te kunnen signaleren. Daarnaast hebben kleinere bedrijven een grotere kans dan grotere bedrijven om in falings te gaan. Bij een faillissement hebben de kredietverleners, waarbij het krediet vergezeld is van onderpand, het recht om dat onderpand in beslag te nemen om zo hun uitgegeven krediet te recupereren. Leeth en Scott (1989) hebben aangetoond dat de bedrijfs grootte wordt vergeleken met de mate dat er een opbrengst uit de liquidatie kan gehaald worden. Aangezien kleinere familiebedrijven over het algemeen minder activa bezitten, zullen zij ook meer met onderpand gefinancierd kunnen worden. Hieruit kunnen we concluderen dat kleinere bedrijven, doordat ze een grotere kans op falings hebben en minder activa bezitten, meer met onderpand financieren dan grotere bedrijven (Smith & Warner, 1979). Grotere bedrijven zijn standvastiger omwille van de reputatie en informatieverstrekking die ze doorheen de jaren hebben opgebouwd. De hoeveelheid van schulden wordt in kleinere bedrijven beperkt omwille van de grotere kans op een faillissement (Altman, Haldeman, & Narayanan, 1977).

Er kan hier ook een opdeling gemaakt worden tussen zakelijk en persoonlijk onderpand. Desondanks de grote beschikbaarheid van zakelijk onderpand in grotere bedrijven is de relatie tussen de bedrijfs grootte en het gebruik van onderpand negatief (Avery et al., 1998). Grotere bedrijven hebben hoogstwaarschijnlijk ook grotere en meerdere kredieten lopen bij de

kredietverlener waardoor deze bedrijven schaalvoordelen kunnen creëren in termen van doorlichting, toezicht (monitoring), en dus ook in het gebruik van onderpand. Hierdoor is het mogelijk dat financiële instellingen minder persoonlijk onderpand eisen van grotere bedrijven (Steijvers et al., 2010). De mate waarin persoonlijk onderpand gebruikt wordt voor kleinere bedrijven is volgens Avery et al., (1998) gelijk voor alle kleinere bedrijven.

Hypothese 5: een groter familiebedrijf zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.1.2 Leeftijd van het familiebedrijf

Leeth en Scott (1989) hebben aangetoond dat de leeftijd van een familiebedrijf een negatieve invloed kan hebben op de mate dat er onderpand vereist wordt door de financiële instelling. Als verklaring hiervoor geven ze aan dat de eerste jaren van een bedrijf de moeilijkste zijn om te overleven. Daaruit kan worden aangenomen dat oudere bedrijven al een bepaalde maturiteit en reserve hebben opgebouwd waardoor de continuïteit verzekerd is. Het familiebedrijf heeft zich in het verleden al kunnen bewijzen tegenover de financiële instelling (Mann, 1997a), waardoor een ouder familiebedrijf een groter vertrouwen kan genieten van de financiële instelling. Het gebruik van onderpand wordt door dit vertrouwen verminderd.

Hypothese 6: een ouder familiebedrijf zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.1.3 Geslacht van de eigenaar/CEO

Opmerkelijk is dat in de literatuur een verschil gevonden is tussen een mannelijke en een vrouwelijke eigenaar/CEO van familiebedrijven. Zo is gebleken dat vrouwelijke eigenaars moeilijker een krediet kunnen verkrijgen dan mannelijke eigenaars (Blanchard, Zhao, & Yinger, 2008). Deze redenering hangt nauw samen met die van de bedrijfsgrootte, namelijk dat de bedrijven van vrouwelijke eigenaars/CEO's meestal kleiner zijn dan die van mannelijke eigenaars/CEO's (Carter & Rosa, 1998). Als reden hiervoor wordt aangegeven dat de vrouwen vaker iets opstarten in de dienstensector, waar kredietinstellingen nogal sceptisch tegenover staan omwille van de grote falingskans. Met behulp van onderpand kan het vertrouwen van de financiële instelling gewonnen worden. Bovendien is activa niet talrijk aanwezig binnen de dienstensector wat het gebruik van persoonlijk onderpand kan vergroten. Daarnaast zijn vrouwelijke eigenaars mogelijk minder kapitaalkrachtig als mannelijke eigenaars. Dit kan ontstaan doordat bijvoorbeeld de woning op naam staat van de man.

Uit de literatuur blijkt dat vrouwen minder ervaring hebben met het leiden van een managementteam dan mannen (Verheul & Thukir, 2001). Er wordt hier aangehaald dat vrouwen minder kansen hebben om hun managementvaardigheden te ontwikkelen. Mannelijke CEO's zullen mogelijk meer vertrouwen krijgen vanuit de financiële instelling omdat zij over betere managementvaardigheden beschikken en zo ook de financiële instelling beter kunnen overtuigen van de kwaliteiten van het familiebedrijf (Verheul & Thukir, 2001). Hieruit kunnen we concluderen dat een vrouwelijke CEO meer onderpand zal moeten inbrengen om het vertrouwen van de financiële instelling te winnen en zo ook het krediet te bekomen.

Hypothese 7: een familiebedrijf met een vrouwelijke CEO zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.1.4 Kwaliteit van het familiebedrijf

De kwaliteit van het familiebedrijf speelt ook een belangrijke rol in het al dan niet gebruiken van onderpand. In dit geval wordt met de kwaliteit van het familiebedrijf bedoeld: de mate waarin de kredietnemer in staat is om aan alle kredietvoorwaarden te voldoen, zoals bijvoorbeeld het op tijd en correct terugbetalen van het krediet. Jiménez, Salas, & Saurina (2006) tonen aan dat het gebruik van onderpand frequenter en groter is bij kredietnemers met een lage bedrijfskwaliteit. Indien de kredietnemer niet in staat is om aan de kredietvoorwaarden te voldoen, kan de kredietverlener rekenen op de ingebrachte waarborgen. Bij een lage kwaliteit, kan er een hogere falingskans ontstaan. Indien de financiële instelling weet dat het familiebedrijf een grote falingskans heeft, zullen de opbrengsten om krediet met onderpand uit te geven mogelijk hoger zijn dan de kosten die eraan verbonden zijn (Scott, 1977). Jiménez et al. (2006) tonen, net zoals vroegere studies (Berger & Udell (1990, 1995); Jiménez & Saurina, 2004), aan dat het kredietrisico bepaald wordt op het moment dat het krediet wordt toegekend. Jiménez et al. (2006) voegen hier nog aan toe dat het beter is om na te gaan wat het ex ante en ex post kredietrisico is en op basis daarvan de kredietkwaliteit waar te nemen.

Soms is het niet mogelijk om de kwaliteit van de kredietnemer na te gaan. In dat geval gaat het om interne informatie die niet beschikbaar gesteld kan worden door de kredietnemer. Dit kan zijn omwille van concurrentiële redenen. Wanneer deze situatie zich voordoet is de kredietnemer genoodzaakt om zijn goede kwaliteit zichtbaar te maken door het gebruik van waarborgen (Bester, 1985; Chan & Kanatas, 1985; Besanko & Thakor, 1987). Uit de studies kan dus afgeleid worden dat er meer en vaker onderpand gebruikt kan worden indien de kwaliteit van het familiebedrijf laag is of deze niet beschikbaar is.

Hypothese 8: een kwalitatief goed familiebedrijf zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.1.5 Gewone activa versus bedrijfsspecifieke activa

De waarde van zeer bedrijfsspecifieke activa is veel groter voor het bedrijf in kwestie dan door de markt bepaald wordt (Leeth & Scott, 1989). Zo zal een machine dat slechts voor één soort product gebruikt kan worden veel moeilijker verkocht kunnen worden dan wanneer het een machine betreft die meerdere producten kan produceren. De laatstgenoemde machine kan door veel meer bedrijven gebruikt worden waardoor de marktwaarde ervan stijgt. Er zijn namelijk meer vragers waardoor de prijs stijgt. Doordat het verkopen van de bedrijfsspecifieke activa hoge kosten met zich meebrengt, vermindert de neiging van het management om risicovolle projecten uit te voeren in plaats van risico lage projecten (Leeth & Scott, 1989). Door dit gedrag van bedrijven hebben financiële instellingen meer vertrouwen in het bedrijf, maar het is niet mogelijk om veel onderpand te gebruiken die een veel lagere marktwaarde heeft in vergelijking met de bedrijfswaarde (Scott, 1979; Stulz & Johnson, 1985). Daarentegen kan er wel meer persoonlijk onderpand gebruikt worden om ervoor te zorgen dat de familiebedrijven geen risicovolle projecten aangaan. Volgens Leeth en Scott (1989) zullen bedrijven met bedrijfsspecifieke activa minder vaak onderpand gebruiken. Dit wil niet zeggen dat ze minder waarborgen moeten geven, maar ze zijn beperkt in het geven van waarborgen, vooral zakelijke waarborgen. Er kan dus besloten worden dat bedrijven met bedrijfsspecifieke activa minder vaak zakelijk onderpand kunnen gebruiken, maar wel meer persoonlijk onderpand (Leeth & Scott, 1989). Algemeen kunnen we eruit afleiden dat familiebedrijven met bedrijfsspecifieke activa toch meer waarborgen zullen moeten inbrengen omwille van hun activa die niet makkelijk verhandelbaar is.

Hypothese 9: familiebedrijven die bedrijfsspecifieke activa bezitten zullen een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.2 De relatie tussen de kredietverlener en kredietnemer

4.2.1 Duur van de relatie

De duur van de relatie tussen de kredietverlener en de kredietnemer is een algemeen aanvaarde maatstaf om de intensiteit van de relatie na te gaan (Petersen & Rajan, 1994, 1995; Berger & Udell, 1995; Ongena & Smith, 2001; Brick & Palia, 2007). Het merendeel van de studies toont aan dat hoe langer de relatie met de kredietverlener is, hoe minder onderpand er gebruikt wordt (Berger & Udell, 1995; Harhoff & Körting, 1998; Degryse & Van Cayseele, 2000; Chakraborty &

Hu, 2006; Jiménez et al., 2006; Brick & Palia, 2007). Deze negatieve relatie ontstaat doordat hoe langer de kredietverlener de kredietnemer kent, hoe meer informatie deze kredietverlener heeft om de kredietwaardigheid van de kredietnemer te beoordelen (Steijvers et al., 2010). Door de lange relatie kan de kredietnemer een goede reputatie bij de financiële instelling opbouwen waardoor het gevoel van 'moral hazard' vermindert (Diamond, 1989). Wanneer de kredietnemer zo'n goede reputatie bereikt, zal hij niet snel geneigd zijn om die te verliezen. Indien de kredietnemer aan de kredietvoorwaarden blijft voldoen, zal er ook een vertrouwen vanuit de financiële instelling blijven komen. Bijgevolg zal hij geen stimulans hebben om risico lage projecten te ruilen voor risicovolle projecten en zo eventuele moeilijkheden hebben om zich te houden aan de kredietvoorwaarden (Voordeckers & Steijvers, 2006). Volgens Diamond (1991) wordt er ook minder onderpand gebruikt naarmate de relatie vordert omwille van het feit dat de kredietverlener meer interne informatie over de kredietnemer bekomt.

Volgens Bodenhorn (2003) en Berger en Udell (2005) kan een duurzame relatie tussen kredietverlener en kredietnemer een oplossing bieden voor de problemen omtrent 'adverse selection' en 'moral hazard'. De informatieasymmetrie kan dan weggewerkt worden tussen beide partijen. Om deze redenen zal het gebruik van onderpand dalen. Hier moet wel aan toegevoegd worden dat dit enkel correct is indien de relatie ervoor zorgt dat het wederzijds vertrouwen groeit (Jiménez et al., 2006). Dit is niet het geval indien de relatie ervoor zorgt dat de kredietverlener de kredietkwaliteit van de kredietnemer beter kan beoordelen. In het laatste geval zal de mate van onderpand onafhankelijk zijn van de tijdsduur van de relatie (Jiménez et al., 2006).

Hypothese 10: een familiebedrijf dat een lange relatie met de kredietnemer heeft, zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.2.2 Exclusiviteit van de relatie

Een bedrijf doet er goed aan om met meerdere financiële instellingen te overleggen alvorens een krediet aan te gaan. Op deze manier vermijdt het bedrijf een 'locked-in' ('hold-up') door de financiële instelling (Steijvers et al., 2010). Indien de kredietverlener toch over alle informatie van het bedrijf beschikt, zorgt dit voor een monopoliepositie voor die kredietverlener (Sharpe, 1990; Rajan, 1992). Deze positie kan de financiële instelling misbruiken om zo hogere intrestvoeten of meer onderpand te eisen. Indien het familiebedrijf beslist om naar een andere financiële instelling over te gaan, zal dit gepaard gaan met kosten. Er moet namelijk opnieuw een relatie met die financiële instelling worden opgebouwd. Om de financiële instelling geen monopolie te geven over de bedrijfsinformatie en het onttrekken van extra intresten, kan de kredietnemer er best aan doen om te onderhandelen met meerdere kredietverleners (Baas & Schrooten, 2007; Hernández-Cánovas & Martínez-Solano, 2007). Het is namelijk niet bevorderlijk voor een financiële instelling

om een klant te verliezen aan een concurrent. Dit geeft dus een reden voor de kredietverlener om het gebruik van onderpand te beperken (Steijvers et al., 2010). Hieruit kan afgeleid worden dat wanneer de kredietnemer met meerdere financiële instellingen onderhandelt dit een negatieve invloed heeft op het gebruik van onderpand (Voordeckers & Steijvers, 2006).

Net zoals bij de duur van de relatie kan de exclusiviteit van de relatie er ook voor zorgen dat er meer informatie over de kredietnemer tot de financiële instelling komt. Op deze manier zal de informatieasymmetrie verminderen. Het hierboven aangehaalde effect van een monopoliepositie komt niet altijd voor omwille van het informatievoordeel. Via dit voordeel kan de financiële instelling aan het familiebedrijf gunstigere kredietvoorwaarden voorleggen, bijvoorbeeld minder onderpand wat ook voordeliger is voor het familiebedrijf (Machauer & Weber, 1998).

Er zijn dus zowel voor- als nadelen voor het behouden van een exclusieve relatie, wat ook een goede maatstaf is voor de sterkte van de relatie tussen de kredietverlener en kredietnemer (Petersen & Rajan, 1994; Degryse & Van Cayseele, 2000; Berger, Klapper, & Udell, 2001; Ongena & Smith, 2001). Een exclusieve relatie houdt in dat er één financiële instelling is die naast het verschaffen van krediet aan het bedrijf ook nog andere financiële producten voor het bedrijf beheert (Steijvers et al., 2010). Door deze intense relatie en communicatie tussen beide partijen kan het kredietrisico vermindert worden waardoor er ook minder onderpand vereist kan worden (Steijvers et al., 2010). Daarentegen moet men wel rekening houden met de mogelijkheid dat het bedrijf ingesloten ('hold-up') wordt, zoals eerder aangehaald. Hieruit concluderen de meeste studies dat het gebruik van onderpand daalt naarmate de exclusiviteit van de relatie stijgt (Degryse & Van Cayseele, 2000; Hernández-Cánovas & Martínez-Solano, 2007, Voordeckers & Steijvers, 2006).

Hypothese 11: een familiebedrijf dat een exclusieve relatie heeft met de kredietverlener zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.2.3 Ervaring van de financiële instelling in de sector

Financiële instellingen zullen in sectoren waarin ze weinig ervaring hebben om bijvoorbeeld het kredietrisico te bepalen bepaalde zekerheden moeten inbouwen. Deze zekerheden worden vertaald in het inbrengen van onderpand door de kredietnemer (Manove et al., 2001). Over het algemeen kan worden aangenomen dat grotere financiële instellingen meer ervaring hebben dan kleinere financiële instellingen, bijvoorbeeld de uitgebreide groep klanten die een grote financiële instelling heeft. Indien een financiële instelling ervaring heeft met het uitgeven van kredieten in een bepaalde sector zal het de bedrijven beter kunnen inschatten. Op deze manier zal het minder

onderpand moeten eisen dan dit het geval is bij financiële instellingen die niet de nodige kennis hebben om de bedrijven te beoordelen.

Hypothese 12: een familiebedrijf dat het krediet aangaat bij een financiële instelling die ervaring heeft in de sector, zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.2.4 De mate van doorlichting door de financiële instelling

Een bedrijf (kredietnemer) doorlichten omtrent hun kredietwaardigheid vooraleer een krediet toe te kennen, gebeurt niet door elke financiële instelling even grondig. De kredietverlener zou zijn tijd moeten nemen om voldoende informatie in te winnen over de kredietnemer en op basis van deze informatie beslissen voor het al dan niet eisen van waarborgen. Volgens Voordeckers en Steijvers (2006) zijn de doorlichting en het gebruik van onderpand elkaars substituten. Dit volgt uit het feit dat wanneer een kredietnemer voldoende doorgelicht is, er ook een grote zekerheid is omtrent de kredietwaardigheid ervan. In dat geval is het mogelijk dat het gebruik van onderpand overbodig is. We kunnen dan ook concluderen dat het inwinnen van informatie een negatieve invloed heeft op het gebruik van onderpand (Voordeckers & Steijvers, 2006). Daarentegen kan het gebruik van onderpand wel zorgen voor een vermindering van het 'moral hazard' gevoel (Voordeckers & Steijvers, 2006). Indien de financiële instelling teveel beroep doet op onderpand zal het een negatieve invloed hebben op het niveau van de doorlichting (Manove et al., 2001).

Niet alle financiële instellingen hebben de nodige kennis in huis om na te gaan of de kredietnemer voldoende kredietwaardig is. Financiële instellingen zullen in deze situatie meer de neiging hebben om onderpand te eisen omdat het risico dat ze lopen anders veel te groot is (Manove & Padilla, 1999; Manove et al., 2001). Ze hebben namelijk niet voldoende kunnen nagaan of de kredietnemer in staat is om aan alle kredietvoorwaarden te voldoen. Het zijn voornamelijk kleinere en nieuwere kredietverleners die beroep doen op onderpand (Manove & Padilla, 1999; Manove et al., 2001).

Hypothese 13: indien het familiebedrijf voldoende doorgelicht kan worden door de financiële instelling zal het een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.3 Kredietkenmerken

4.3.1 Kredietgrootte

De kredietgrootte kan een positief effect hebben op het gebruik van onderpand (Voordeckers & Steijvers, 2006). De voordelen (vermindere informatieasymmetrie, beperken van substitutie van activa, etc.) van het gebruik van onderpand kunnen soms een grote positieve impact hebben op het aangaan van krediet. Dit is niet het geval indien het een krediet van een beperkt bedrag betreft. In dit geval is het mogelijk dat de kosten voor het gebruik van onderpand (administratieve kosten, toezicht, etc.) te hoog zijn in vergelijking met de eerder genoemde opbrengsten. De voordelen van krediet met onderpand moeten groter zijn dan de kosten ervan. Deze kosten zijn meestal vast. Hierdoor zullen kredieten, die gepaard gaan met een groot bedrag, eerder met onderpand gefinancierd worden, dan dit het geval is bij kredieten die een beperkt bedrag inhouden (Jackson & Kronman, 1979).

Daarnaast heeft een grote toename van schulden ook een impact op het gebruik van onderpand (Leeth & Scott, 1989; Avery et al., 1998). Hoe meer schulden een bedrijf bezit, hoe groter de schuldgraad, en hoe groter de kans is dat het krediet niet terugbetaald kan worden of het bedrijf in falings gaat. Indien het bedrijf in falings gaat, kan de kredietverlener een deel (of alles) recupereren door het onderpand dat hij kan opeisen. Hieruit kunnen we dus concluderen dat het gebruik van onderpand stijgt naarmate de grootte van het krediet en dus de schuldgraad stijgt.

Hypothese 14: een familiebedrijf dat een groot krediet aangaat, zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van dat krediet.

4.3.2 Krediettermijn

De relatie tussen het gebruik van onderpand en de termijn van het krediet kan positief zijn (Voordeckers & Steijvers, 2006). Langetermijnkredieten kunnen veel vaker met onderpand aangegaan worden dan dit het geval is bij kortetermijnkredieten. Dit is te verklaren aan de hand van enkele conclusies uit studies. Ten eerste moet de financiële instelling bij een langetermijnkrediet de kredietwaardigheid van de kredietnemer nagaan voor een langere termijn (Voordeckers & Steijvers, 2006). Dit is een moeilijke opgave omdat er op lange termijn tal van gebeurtenissen kunnen plaatsvinden die de kredietverlener niet kan voorzien. Om dit probleem te verhelpen kan de kredietverlener onderpand eisen. Mann (1997a) stelt dat een bedrijf zijn waarde op lange termijn niet kan behouden, maar dat dit meestal wel het geval is voor onderpand.

Ten tweede is er op lange termijn een grotere kans dat een bedrijf activa substitueert ('asset substitution') (Jackson & Kronman, 1979). Hoe langer de termijn van het krediet is, hoe groter de kans is dat het bedrijf andere opportuniteiten aanneemt met het opgenomen krediet. Zo is het zelfs mogelijk dat er een overschakeling is van risico lage naar risicovolle projecten. Dit kan grote gevolgen met zich meebrengen.

Op korte termijn is het opportunistisch gedrag van het familiebedrijf beperkt omdat de kosten om activa te substitueren te hoog zijn in vergelijking met de opbrengsten ervan, wat leidt tot het derde element. De kost die hier bedoeld wordt, is namelijk het verlies van de reputatie van het bedrijf (Voordeckers & Steijvers, 2006). Indien het bedrijf toch probeert om andere projecten uit te voeren met het krediet zal dit een weerslag hebben in de toekomstige kredietvoorwaarden. Er zal namelijk van de financiële instelling uit minder vertrouwen zijn waardoor de toekomstige intrestvoeten en onderpanden zullen stijgen. Doch is het substitueren van activa op korte termijn bijna onmogelijk, waardoor er ook minder onderpand geëist wordt door de kredietverleners (Leeth & Scott, 1989). Daarentegen zijn er ook studies die het tegenovergestelde beweren. Zo beweren Stulz en Johnson (1985) dat er minder onderpand gebruikt wordt naarmate de termijn langer wordt. In deze masterproef gaan we uit van de meerderheid van de theorieën die aangeven dat het gebruik van onderpand stijgt naarmate de termijn van het krediet langer wordt.

Hypothese 15: een familiebedrijf dat een lange termijn krediet afsluit, zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van dat krediet.

4.4 Macro-economische variabelen

4.4.1 Schuldconvenanten

Schuldconvenanten zijn bepalingen die worden opgelegd door de kredietverlener en die de handelingen van de kredietnemer kunnen beperken (Smith & Smith, 2000; Berger & Udell, 2005). Deze convenanten kunnen bijvoorbeeld inhouden dat de kredietnemer bij bepaalde financiële ratio's, zoals de current ratio, een minimale waarde moet aanhouden. Op deze manier kan de financiële instelling de kans op niet-terugbetaling verminderen. Het gebruik van schuldconvenanten kan er dus voor zorgen dat de informatieasymmetrie tussen de kredietverlener en kredietnemer vermindert (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Daarnaast kunnen schuldconvenanten er ook voor zorgen dat het gevoel van 'moral hazard' vermindert (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Dit gebeurt doordat de financiële instelling de kredietnemer controleert. De financiële instelling kan namelijk overgaan tot onmiddellijke terugbetaling van het krediet indien er niet voldaan wordt aan de convenanten. De kredietnemer kan niet zomaar zijn risico-gedrag veranderen want dat kan een effect hebben op de convenanten. Bovendien kunnen bedrijven door middel van schuldconvenanten

een signaal geven naar de financiële instelling dat ze kunnen voldoen aan die convenanten. Op deze manier kan het 'adverse selection' probleem ook verminderd worden (Steijvers & Voordeckers, 2009b).

Uit deze redenering kunnen we concluderen dat het gebruik van schuldconvenanten en het gebruik van onderpand substituten zijn (Steijvers & Voordeckers, 2009b). Rajan en Winton (1995) hebben aangetoond dat het gebruik van schuldconvenanten het monitoren van het bedrijf stimuleert. De financiële instelling moet namelijk nagaan of het bedrijf de convenanten respecteert. De mate waarin schuldconvenanten gebruikt worden, hangt dus af van de mogelijkheid om te monitoren. Doordat de kredietverlener bij schuldconvenanten meer moet monitoren, kan hij de informatieasymmetrie verminderen en zo ook het gebruik van onderpand. Hieruit wordt geconcludeerd dat het gebruik van onderpand negatief gerelateerd kan zijn aan het gebruik van schuldconvenanten.

Hypothese 16: een familiebedrijf dat schuldconvenanten gebruikt, zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.4.2 Het wettelijk kader

Het is ook mogelijk dat veranderingen in het wetboek, veranderingen veroorzaken in het gebruik van onderpand (Leeth & Scott, 1989). Zo zijn 'the Bankruptcy Reform Act' en de invoering van de kredietcontrole in Amerika voorbeelden van zulke veranderingen. 'The Bankruptcy Reform Act' heeft een onduidelijke invloed op het gebruik van onderpand, terwijl de invoering van de kredietcontrole gezorgd heeft voor een veelvuldiger gebruik van onderpand. Naast deze wetten heeft de invoering van Basel II en daarna die van Basel III, door de 'Basel Committee on Banking Supervision', gezorgd voor een enorme impact op de banksector.

Basel II en III

Basel II is een overeenkomst, afgesloten in 2007, tussen alle financiële instellingen om de solvabiliteit van deze financiële instellingen na te gaan en op een optimaal niveau te houden (Bank for International Settlements, 2004). Basel II zorgt ervoor dat financiële instellingen voldoende kapitaal aanhouden zodat de risico's gedekt worden en ze niet in betalingsmoeilijkheden geraken indien iedereen zijn geld opvraagt. Hieruit volgt dat financiële instellingen hun kredietrisico's beter moeten inschatten. Indien het risico groot is, zal de financiële instelling meer kapitaal moeten reserveren. Er is ook een manier waarbij er minder kapitaal gereserveerd moet worden, namelijk met het gebruik van onderpand (Aernoudt, 2005). Indien een financiële instelling krediet kan

uitgeven dat vergezeld is van onderpand, zal het voor dat specifieke krediet geen reserve moeten aanleggen. Het reserve dat hier geldt is het onderpand dat ingebracht wordt door de kredietnemer. Op deze manier kan de financiële instelling meer krediet verschaffen dan dit mogelijk is als er bij elk krediet een kapitaalreserve door de financiële instelling moet aangelegd worden.

Met de invoering van Basel II kan de signaleringsfunctie van onderpand wel gedeeltelijk verdwijnen door het gebruik van ratingmodellen. Op basis van deze ratingmodellen kan een financiële instelling een schatting maken van het risico van de kredietnemers. Omtrent deze ratingmodellen werd de vraag gesteld of ze wel betrouwbaar waren. Het blijkt namelijk dat de kredietnemers de uitkomsten van de ratingmodellen kunnen beïnvloeden. Vanuit dit standpunt kan onderpand wel nog dienst blijven doen als signaleringsfunctie. Daarnaast is er ook het eerder aangehaalde feit dat onderpand ervoor zorgt dat de financiële instelling minder kapitaalreserves moet aanhouden. Er kan dus geconcludeerd worden dat onderpand wel degelijk nodig is bij het toepassen van Basel II.

Als antwoord op de financiële crisis en in opvolging van Basel II, is Basel III ontstaan. Basel III is nog niet officieel van kracht, hoewel het akkoord omtrent het raamwerk afgesloten is in 2009. De regels worden vanaf 2013 geleidelijk ingevoerd en moeten uiteindelijk in 2019 volledig van kracht zijn. Omwille van de grote impact op de banksector wordt er momenteel al gewerkt naar Basel III om later geen moeilijkheden te ondervinden. Binnen Basel III staat liquiditeit centraal, namelijk financiële instellingen worden verplicht om meer kapitaal aan te houden tegenover de uitgegeven kredieten. Daarnaast wordt getracht de kwaliteit en de hoogte van de kapitaalreserves van de financiële instellingen te verbeteren, wat dus een aanvulling op Basel II is. Specifiek heeft Basel III drie doelstellingen. Ten eerste wordt er naar gestreefd om de kapitaalreserves uit te breiden in economisch goede omstandigheden, zodat er een goede wapening is tegen eventuele tegenslagen in tijden van economisch mindere omstandigheden. Ten tweede zal het risicomanagement en de governance binnen de financiële instellingen verbeterd worden. Ten slotte zal de transparantie van de banksector groter zijn, wat ervoor zorgt dat er ook meer publieke controle kan ontstaan. Het publiek kan namelijk in beperkte mate nagaan hoe de financiële instelling werkt.

De invoering van Basel III zal op korte termijn zorgen voor een impact op het aangaan van kredieten door bedrijven. De stijging van de kapitaalreserves zal ervoor zorgen dat financiële instellingen minder kredieten kunnen uitgeven, wat er dus voor zorgt dat het aangaan van kredieten zeer kostelijk kan worden. De vraag is namelijk veel groter dan de financiële instellingen kunnen aanbieden. Deze impact wordt sterk verminderd op lange termijn door het feit dat veel financiële instellingen nu al boven de vereisten van Basel III zitten, terwijl dit pas verwacht wordt ten laatste in 2019. De impact zal ook gematigd zijn bij grotere bedrijven omdat zij de mogelijkheid hebben om publiek kapitaal aan te trekken. Daarentegen zal Basel III wel een grote impact hebben op de kleinere bedrijven en dus ook op de private familiebedrijven die we in deze masterproef bespreken. Deze kleinere bedrijven hebben niet de mogelijkheid om publiek kapitaal

aan te gaan, maar zijn genoodzaakt om zich te richten op kredieten van financiële instellingen. Voor de kleinere bedrijven wordt het kostelijk om kredieten aan te gaan bij financiële instellingen.

Een grote tekortkoming van Basel II is dat het gebruik van kredieten met onderpand ervoor zorgt dat de financiële instellingen niet voldoende kapitaalreserves behouden. Door het verschaffen van krediet met onderpand kan de financiële instelling deze kredieten van de balans verwijderen ('off-balance sheet') en zo minder kapitaalreserves moeten aanhouden. De financiële crisis is ontstaan door deze 'off-balance sheet' activiteiten. De financiële instellingen stelden hun balans beter voor dan ze in werkelijkheid was. Op het moment dat de financiële instellingen de onderpanden in beslag wilden nemen, bleek dat deze een lagere waarde hadden waardoor alles in elkaar stortte. Als reactie hierop is Basel III ontstaan. Deze 'off-balance sheet' activiteiten zijn nu niet meer mogelijk. Dit zorgt er ook voor dat de transparantie van de financiële instellingen vergroot wordt.

We kunnen dus besluiten dat onderpand nog wel degelijk zijn nut heeft binnen het wettelijk kader van Basel II en III. Onderpand kan blijven dienst doen als signaleringsfunctie, maar door de invoering van Basel III zal de nadruk gelegd worden op de kapitaalreserves die de financiële instellingen moeten aanhouden. Hierdoor is het mogelijk dat de aandacht verschuift van het gebruik van onderpand naar het voldoen aan de kapitaalreserves.

Hypothese 17: een familiebedrijf dat functioneert binnen een goed wettelijk kader zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

4.5 Besluit

Het is niet mogelijk om alle hypothesen omtrent de algemene determinanten van waarborgverlening te testen. Bepaalde gegevens zijn niet bekend waardoor deze ook niet getest kunnen worden. Volgende determinanten kunnen niet getest worden: leeftijd van het familiebedrijf, het geslacht van de eigenaar/CEO, gewone versus bedrijfsspecifieke activa, de duur van de relatie tussen kredietverlener en kredietnemer, de exclusiviteit van de relatie, de ervaring van de financiële instelling in de sector, de mate van doorlichting door de financiële instelling, de krediettermijn, de schuldconvenanten, en het wettelijk kader. Deze determinanten worden wel opgenomen in de masterproef om de volledigheid van het conceptueel model na te streven.

Hieronder wordt een overzicht gegeven van de hypothesen die in de empirische studie getest zullen worden:

- *Hypothese 1:* een familiebedrijf met een familiale CEO zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

- *Hypothese 2:* een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 3:* een familiebedrijf met een familiale CEO en een geconcentreerde eigendomsstructuur zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 4:* eerste generatie familiebedrijven zullen een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 5:* een groter familiebedrijf zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 8:* een kwalitatief goed familiebedrijf zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 14:* een familiebedrijf dat een groot krediet aangaat, zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van dat krediet.

Onderstaande hypothesen zullen niet getest kunnen worden in de empirische studie:

- *Hypothese 6:* een ouder familiebedrijf zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 7:* een familiebedrijf met een vrouwelijke CEO zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 9:* familiebedrijven die bedrijfsspecifieke activa bezitten zullen een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 10:* een familiebedrijf dat een lange relatie met de kredietnemer heeft, zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 11:* een familiebedrijf dat een exclusieve relatie heeft met de kredietverlener zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 12:* een familiebedrijf dat het krediet aangaat bij een financiële instelling die ervaring heeft in de sector, zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 13:* indien het familiebedrijf voldoende doorgelicht kan worden door de financiële instelling zal het familiebedrijf een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 15:* een familiebedrijf dat een langetermijnkrediet afsluit, zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van dat krediet.
- *Hypothese 16:* een familiebedrijf dat schuldconvenanten gebruikt, zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.
- *Hypothese 17:* een familiebedrijf dat functioneert binnen een goed wettelijk kader zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet.

HOOFDSTUK 5: ONDERZOEKSOPZET

In dit hoofdstuk wordt een antwoord gezocht op de onderzoeksvraag: "Welke soorten familiebedrijven moeten welke vormen van waarborgen verlenen bij het bekomen van kredietlijnen?" Het antwoord kan gevonden worden met behulp van de opgestelde hypothesen. Een aantal van deze hypothesen zullen niet getest kunnen worden omwille van het feit dat de National Survey of Small Business Finances database niet alle noodzakelijke gegevens kan verstrekken.

5.1 Onderzoeksmethode

Het theoretisch kader heeft verschillende determinanten aangebracht die een effect kunnen hebben op de graad van waarborgverlening bij het aangaan van kredietlijnen. In veel studies wordt enkel het effect op de waarborgverlening in het algemeen onderzocht, maar niet uitgesplitst naar zakelijk en persoonlijk onderpand. Vandaar dat we ervoor opteren om hier vooral in te gaan op het specifieke effect van de determinanten op enerzijds zakelijk en anderzijds persoonlijk onderpand.

Aan de hand van een empirische studie kan nagegaan worden wat het effect is van de besproken determinanten op de mate waarin er waarborgen, opgesplitst naar zakelijke en persoonlijke waarborgen, vereist worden door de financiële instelling. Deze analyse zal uitgevoerd worden in SPSS. In SPSS kan het theoretisch kader empirisch getest worden door gebruik te maken van een logit model, meer bepaald een binaire logistische analyse.

Een binaire logistische analyse wordt gebruikt om na te gaan of het familiebedrijf bij het aangaan van een kredietlijn al dan niet gebruik maakt van waarborgen, zakelijke waarborgen, of persoonlijke waarborgen. Deze drie afhankelijke variabelen kunnen enkel de waarden 0 en 1 aannemen. De waarde 0 komt voor indien er geen waarborg vereist wordt. De waarde 1 komt voor indien er wel waarborg vereist wordt.

5.2 Database

Om een goede analyse uit te voeren, hebben we gekozen om data te gebruiken uit de database van de NSSBF 1998 (National Survey of Small Business Finances). Deze gegevens zijn verzameld door de 'Federal Reserve Board of Governors' en de 'U.S. Small Business Administration'. De database bevat gegevens omtrent het management, de eigendomsstructuur, de generaties en andere financiële kenmerken van private familiebedrijven. Private familiebedrijven worden in deze database gedefinieerd als bedrijven die niet beursgenoteerd zijn en waarvan meer dan 50% van de

aandelen in handen is van familieleden. Hierbij moet opgemerkt worden dat enkel familiebedrijven met minder dan 500 werknemers zijn opgenomen.

Om er voor te zorgen dat er zo weinig mogelijk verschillen kunnen optreden tussen de verschillende soorten leningen die de familiebedrijven aangaan, maken we in dit onderzoek enkel gebruik van kredietlijnen (Berger & Udell, 1995). Het zijn flexibele soorten krediet omdat bedrijven zelf kunnen kiezen wanneer en hoeveel ze van het krediet werkelijk gebruiken. Daarnaast moet er ook enkel intrest betaald worden op het werkelijk afgenomen bedrag. Een voorbeeld van zo'n kredietlijn is het kaskrediet. Doordat er enkel gekozen wordt om gebruik te maken van kredietlijnen, worden de kredieten voor transactionele doeleinden geweerd uit de data. Voorbeelden van transactionele kredieten zijn leningen die specifiek aangegaan worden om vaste activa te kopen zoals gebouwen of voertuigen. De uiteindelijke database die gebruikt zal worden, bevat 1145 cases. We kunnen concluderen dat dit een voldoende grote database is om de empirische studie op uit te voeren.

Er moet wel opgemerkt worden dat de bedrijven die als SME's gezien worden in Amerika, in België als grote bedrijven beschouwd worden. Bijgevolg moeten we de resultaten in een Amerikaanse context interpreteren.

5.3 Onderzoeksmodel

5.3.1 Binair logistisch model

Zoals bij de onderzoeksmethode al aangehaald is, zal deze masterproef gebruik maken van binaire logistische regressies. Het grote onderscheid met een lineaire regressie is dat de afhankelijke variabele twee mogelijke uitkomsten heeft (dummy variabele). Dit model zal toegepast worden op de variabelen WAARBORG, ZAK_WB, en PERS_WB. Hieronder wordt het binaire logistische model weergegeven:

$$L_i = \ln \left(\frac{P_{1i}}{P_{0i}} \right) = \beta_0 + \beta_1 X_i + \beta_3 X_i + \dots + \beta_q X_i$$

| | | |
|----------|----------|--|
| Waarbij: | L_i | = de afhankelijke variabele |
| | P_{1i} | = de kans dat de afhankelijke variabele de waarde 1 heeft |
| | P_{0i} | = de kans dat de afhankelijke variabele de waarde 0 heeft |
| | X_i | = de onafhankelijke variabelen die opgenomen worden in het model |
| | B_q | = de verandering in L_i indien X_i met één eenheid wijzigt |

Dit model bevat bovendien een niet-lineaire relatie tussen P_i en X_i . Bijgevolg heeft P_i altijd een waarde tussen 0 en 1, waardoor het model uiterst geschikt is om in deze studie toe te passen (Gujarati, 2003).

5.3.2 Afhankelijke variabelen

Zoals al aangehaald is, zullen we regressies uitvoeren aan de hand van drie afhankelijke dummy variabelen. Een eerste variabele gaat na of er al dan niet waarborg gepaard gaat met het aangevane krediet (WAARBORG). De waarde 1 zal voorkomen indien er waarborg vereist wordt, terwijl de waarde 0 voorkomt indien er geen waarborg vereist wordt. Om het verschil in soorten waarborgen te verkrijgen, gaan we na wat de invloed van de onafhankelijke variabelen is op enerzijds zakelijk onderpand (ZAK_WB) en anderzijds persoonlijk onderpand (PERS_WB). Bij beide variabelen zal de waarde 1 verkregen worden indien er respectievelijk zakelijk of persoonlijk onderpand gepaard gaat met de kredietlijn. De waarde 0 zal voorkomen indien er respectievelijk geen zakelijk of persoonlijk onderpand moet ingebracht worden.

5.3.3 Onafhankelijke variabelen

Management

Uit de literatuur en het beschreven theoretisch kader is af te leiden dat het management, en specifiek de functie van CEO, een belangrijke determinant is omtrent het gebruik van onderpand bij het aangaan van krediet. De CEO kan namelijk een familielid of een externe persoon zijn. Vandaar nemen we een variabele op die het verschil tussen een familiale en een externe CEO nagaat omtrent het gebruik van onderpand (C_MGR). Deze dummy variabele geeft weer of er een externe CEO (0) of een familiale CEO (1) in het familiebedrijf tewerkgesteld is.

Eigendom

In deze masterproef kunnen we aannemen dat de eigendom binnen de familie gehouden wordt. Hieruit kunnen we de opdeling maken tussen de eigendom dat geconcentreerd is bij één persoon en de eigendom dat verspreid is onder de familieleden. Om de invloed van geconcentreerd en verspreid eigendom na te gaan, hebben we gebruik gemaakt van drie verschillende variabelen. Een eerste variabele geeft het percentage van de eigendom weer dat de grootste aandeelhouder bezit (C_OWNSH). Een tweede variabele geeft het aantal aandeelhouders weer (C_NOW). Beide variabelen kunnen ook gezamenlijk in een model getest worden. Een derde variabele is een

dummy variabele (OWN_100). Deze geeft weer of de eigendom in handen is van één (1) of meerdere personen (0). Deze laatste variabele geeft heel goed weer of het familiebedrijf een geconcentreerde eigendomsstructuur hanteert.

Generatie

In deze masterproef hebben we ons gebaseerd op enkel de eerste en tweede generatie familiebedrijven. Om dit empirisch te kunnen testen, zullen we gebruik maken van een dummy variabele die weergeeft of het familiebedrijf zich in een eerste of tweede generatie bevindt. De waarde 0 geldt wanneer het een eerste generatie familiebedrijf betreft en de waarde 1 geldt wanneer het een volgende generatie familiebedrijf betreft.

Grootte familiebedrijf

Om de grootte van het familiebedrijf weer te geven maken we gebruik van twee variabelen, namelijk de activa (InASSETS) en het aantal werknemers (InWERKN) van een familiebedrijf. Van beide variabelen wordt het natuurlijk logaritme genomen. Dit is te verklaren aangezien het effect van respectievelijk bijkomende activa of een bijkomende werknemer, meer invloed heeft in het begin dan na verloop van tijd. Hierbij moeten we opmerken dat we de variabele InWERKN enkel gebruiken in het robuustheidsmodel.

Kwaliteit familiebedrijf

Zoals uit de literatuur blijkt, speelt de kwaliteit van het familiebedrijf een belangrijke rol in het vereisen van waarborgen bij het aangaan van kredietlijnen. Er zijn tal van mogelijkheden om de kwaliteit van een bedrijf te meten. In deze empirische studie hebben we gekozen voor de variabele DB_SCORE.

De variabele DB_SCORE geeft de 'credit score' van Dun & Bradstreet weer. Dun & Bradstreet is een onafhankelijke externe instelling die bedrijven een waarde geven omtrent de kwaliteit van hun bedrijf. In de database worden de familiebedrijven ingedeeld in vijf klassen, namelijk 'low risk' (1), 'moderate risk' (2), 'average risk' (3), 'significant risk' (4), en 'high risk' (5). Om perfecte collineariteit te vermijden mogen er slechts (m-1) dummy variabelen worden opgenomen (Gujarati, 2003). Hierdoor ontstaat er een referentiecategorie, waarmee de andere waarden vergeleken kunnen worden. Bij alle modellen zal de eerste klasse ('low risk') als referentiecategorie gekozen worden.

De robuustheid van de maatstaf DB_SCORE aangaande de kwaliteit van het familiebedrijf zijn we nagegaan met behulp van de variabelen FAILL en InC_FAGE. De variabele FAILL gaat na of het familiebedrijf of de hoofdeigenaar tijdens de voorbije zeven jaar failliet verklaard is. Het betreft hier een dummy variabele met waarde 1 indien er een faillissement heeft plaatsgevonden en een waarde 0 indien er geen faillissement heeft plaatsgevonden. De variabele InC_FAGE geeft weer hoelang het familiebedrijf in handen is van de huidige eigenaars. Hieruit kunnen we afleiden dat wanneer een familiebedrijf al een geruime tijd in handen is van dezelfde eigenaars, dit een positieve uitstraling heeft naar de financiële instelling toe. Opnieuw wordt er hier gebruik gemaakt van een natuurlijk logaritme, aangezien de eerste jaren belangrijker zijn dan de jaren na verloop van tijd.

Kredietgrootte

Om de kredietgrootte te meten is er slechts één manier om dit te doen, namelijk het bedrag dat maximaal opgenomen kan worden door het familiebedrijf (InAMOUNT). Het betreft hier namelijk kredietlijnen. Op voorhand weet de financiële instelling niet hoeveel het familiebedrijf effectief zal opnemen, en kan zo ook geen waarborgen eisen op het effectief opgenomen bedrag. Om dit te verhelpen baseert de financiële instelling zich op het maximaal op te nemen krediet. Op deze manier is de financiële instelling zeker dat het voldoende waarborgen zal hebben. Van de variabele wordt ook een natuurlijk logaritme genomen omdat de toename bij een klein bedrag belangrijker is dan de toename bij een groot bedrag.

5.3.4 Interactievevariabele

Management en eigendom

We zullen in ons empirisch model één interactievevariabele opnemen, waarbij we de managementvorm en de eigendomsstructuur combineren. Het betreft hier een dummy variabele (C_MGR*OWN_100). Specifiek gaan we hier na wat het effect is van een familiebedrijf waarbij er een familiale CEO is en waarbij de eigendom in handen is van één persoon (1). De waarde 0 bekomt men indien er een familiale CEO is en de eigendom is verspreid. Met deze variabele willen we nagaan of er een wezenlijk verschil is indien er slechts één familielid het volledige familiebedrijf in handen heeft ten opzichte van de situaties waarin er meerdere personen of externen betrokken zijn.

5.3.5 Controlevariabelen

Om het te testen model volledig te kunnen weergeven, zullen er een aantal controlevariabelen worden opgenomen. Deze controlevariabelen zullen in elke regressie terugkomen.

Organisatievorm

De organisatievorm doet in verschillende studies dienst als controlevariabele, waardoor het ook in deze empirische studie wordt opgenomen. Doordat het een Amerikaanse database betreft, hebben de betrokken organisatievormen enkel betrekking op de Amerikaanse wetgeving. De verschillende organisatievormen die voorkomen in de database zijn: 'proprietorship', 'partnership', 'S-Corporation', en 'C-Corporation'. 'Partnership' is een coöperatieve relatie tussen mensen of groepen van mensen. Ze delen de verantwoordelijkheid voor het bereiken van hun doelen. 'Proprietorship' is een bedrijf waarbij slechts één persoon eigenaar is. 'S-Corporation' is een bedrijf dat een speciale belastingstatus geniet die een dubbele belasting vermijdt. 'C-Corporation' is een bedrijf dat belast wordt als een gewoon bedrijf, waardoor het federale- en staatsinkomstenbelastingen betaalt.

We willen ons hier enkel concentreren op het verschil tussen beperkte en onbeperkte aansprakelijkheid, namelijk welk effect hebben de verschillende organisatievormen op de mate waarin waarborgen vereist worden. Om een zo optimaal mogelijk resultaat te bekomen omtrent het effect van beperkte en onbeperkte aansprakelijkheid op het gebruik van onderpand hebben we een dummy variabele aangemaakt (ORG3). Deze geeft 1 aan indien het bedrijf een 'sole proprietorship' of een 'partnership' is (onbeperkte aansprakelijkheid) en 0 indien het een 'S-Corporation' of 'C-Corporation' is (beperkte aansprakelijkheid).

Kenmerken van de eigenaar

Het is ook belangrijk om meer informatie te hebben over de hoofdeigenaar. Hieromtrent kunnen we de variabele $\ln C_OAGE$ weergeven. Deze variabele geeft de leeftijd van de hoofdeigenaar weer. Algemeen wordt er vanuit gegaan dat een oudere persoon ook al meer ervaring opgebouwd heeft. Opnieuw wordt hier een natuurlijk logaritme van genomen. Deze variabele geeft dus meer persoonlijke kenmerken van het familiebedrijf weer die in relatie met het gebruik van waarborgen gebracht kunnen worden.

Financiële kenmerken

Om de financiële prestaties van het familiebedrijf na te gaan, kan er gebruik gemaakt worden van verschillende variabelen. Wij hebben geopteerd om de 'Return on Equity'¹ hiervoor te gebruiken (ROE). De ROE geeft weer hoeveel winst er wordt uitgekeerd aan de investeerders. In de robuustheidsmodellen hebben we gekozen om de 'Return on Assets'² te gebruiken (ROA). Deze variabele geeft weer hoe efficiënt een bedrijf zijn activa gebruikt om er zo opbrengsten mee te creëren. Aan de hand van beide variabelen kunnen we de winstgevendheid van het familiebedrijf nagaan.

Sector

Elk familiebedrijf is tewerkgesteld in een specifieke sector. Om een indeling te kunnen maken, hebben we gebruik gemaakt van de 'two digit SIC code. Deze code is opgenomen in bijlage III. Hieruit blijkt dat familiebedrijven in verschillende soorten sectoren kunnen opgedeeld worden. Om de variabele sector eenvoudig te kunnen opnemen in het model, maken we gebruik van een dummy variabele (D_SIC2R). Hierbij worden er 6 klassen aangemaakt die elk een sector weergeven. Om goed te kunnen begrijpen welke opdeling er gehanteerd is, wordt hieronder de opdeling weergegeven³:

- 1: SIC codes 15 t.e.m. 17 (bouw)
- 2: SIC codes 20 t.em. 39 (productie)
- 3: SIC codes 40 t.e.m. 49 (transport, communicatie, elektrische/gas/sanitaire diensten)
- 4: SIC codes 50 t.e.m. 59 (kleinhandel en groothandel)
- 5: SIC codes 60 t.e.m. 67 (financiën, verzekeringen en vastgoed)
- 6: SIC codes 70 t.e.m. 89 (diensten)

In de database werden geen familiebedrijven gevonden die actief zijn in de landbouwsector. Verder kan er opgemerkt worden dat de familiebedrijven die in de mijnsector actief zijn en die niet classificeerbaar zijn niet opgenomen worden. Dit zijn slechts enkele cases die uit de database verwijderd werden. Deze handeling wordt gedetailleerder besproken in paragraaf 6.1.2.

¹ Definitie ROE, opgevraagd op 28 maart 2011, van de volgende website:
<http://www.investopedia.com/terms/r/returnonequity.asp>

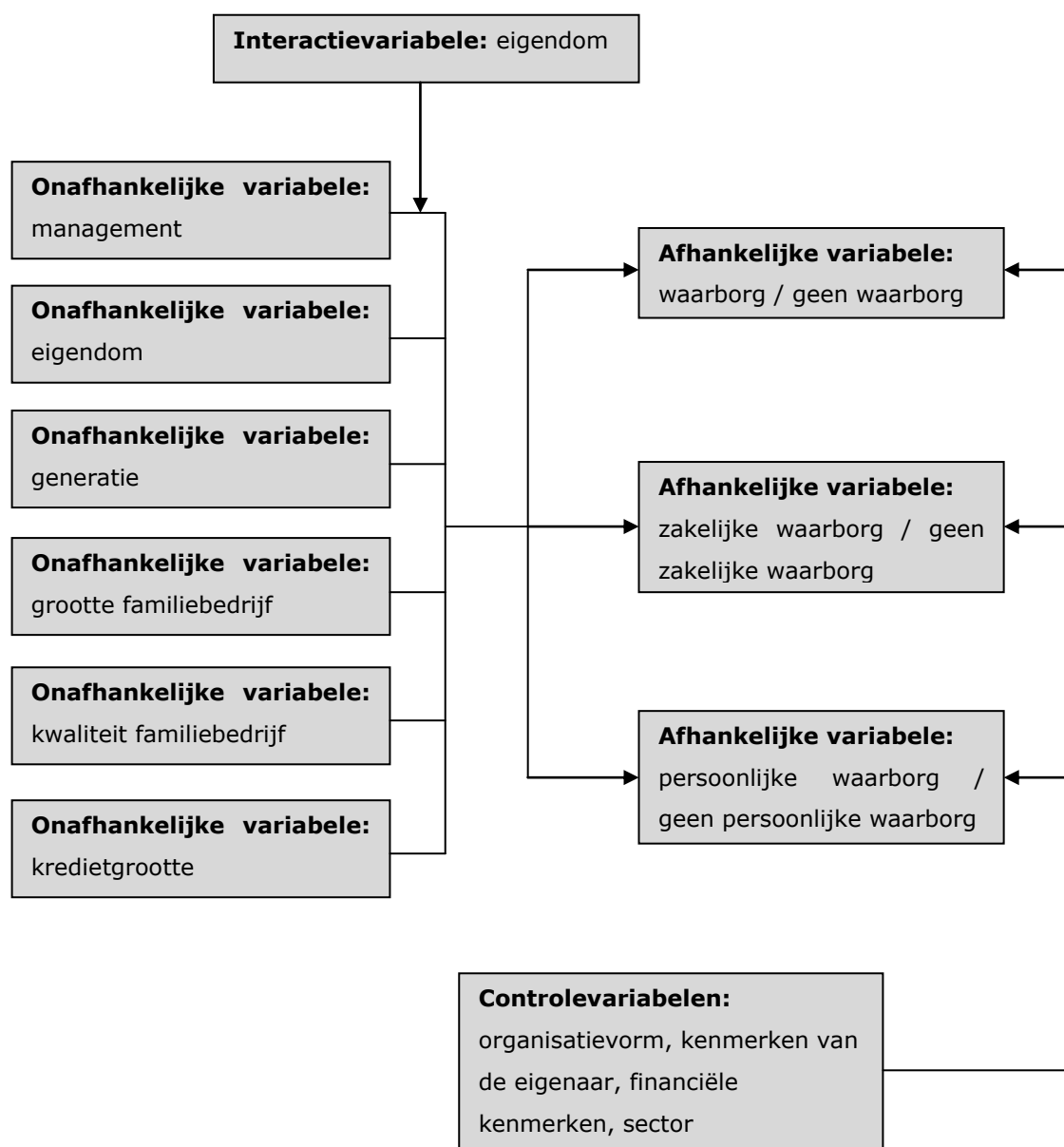
² Definitie ROA, opgevraagd op 28 maart 2011, van de volgende website:
<http://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>

³ Opdeling SIC-codes, opgevraagd op 28 maart 2011, van de volgende website:
<http://www.gti.net/njchamber/index-sic.htm>

Om perfecte collineariteit te vermijden mogen er slechts $(m-1)$ dummy variabelen worden opgenomen (Gujarati, 2003). We verkiezen hier klasse 6 (dienstensector) om als referentiecategorie te fungeren. Het is de sector waarin de meeste familiebedrijven gesitueerd zijn, waardoor deze sector als een goede referentiecategorie beschouwd kan worden.

De beslissing omtrent welke controlevariabelen op te nemen, is gebaseerd op andere studies. Daaruit is ook gebleken dat er nog andere controlevariabelen gepast zijn om te gebruiken, maar wegens gebrek aan gegevens niet in deze studie gebruikt kunnen worden. Zo hebben Jiménez et al. (2006) de 'GDP-growth' en het 'geographic risk' opgenomen als controlevariabelen. Steijvers en Voordeckers (2006) hebben de leeftijd van het familiebedrijf en het jaar waarin het krediet werd toegekend opgenomen als controlevariabelen. Uit beide studies blijkt dat er nog andere zinvolle controlevariabelen zijn die mogelijk betere resultaten kunnen weergeven.

Hieronder wordt het onderzoeksmodel weergegeven:



Figuur 6: conceptueel model

HOOFDSTUK 6: EMPIRISCH ONDERZOEK

In dit hoofdstuk zullen de resultaten die uit de regressies gekomen zijn, besproken worden. Eerst zullen enkele algemene conclusies en aanpassingen betreffende de gegevens uit de database besproken worden. Daarna zullen de resultaten zelf besproken worden.

6.1 Algemeen

6.1.1 Algemene beschrijving variabelen

In tabel 1 hebben we enkele statistische metingen opgenomen van de niet-dummy variabelen. Hieruit kunnen we concluderen dat de eigendom vooral in handen is van slechts enkele personen (gemiddeld 3,46 personen). In paragraaf 6.1.3 gaan we hier dieper op in. Bepaalde familiebedrijven hebben een lage activa, maar de gemiddelde activa is voldoende positief. De kredietlijn die maximaal kan worden aangegaan, varieert van \$1000 tot \$70.000.000. Dit is een zeer breed kader waarin familiebedrijven bij de financiële instelling krediet kunnen opnemen. De leeftijd van de belangrijkste eigenaar varieert ook sterk, namelijk van 23 jaar tot 85 jaar. Gemiddeld heeft de belangrijkste eigenaar een leeftijd van 51,69 jaar. Dit is een gangbare leeftijd voor zo'n belangrijke positie in het familiebedrijf. Ten slotte heeft de variabele ROE een zeer breed gebied waarin de waarden zich situeren (van -157,19 tot 300). Gemiddeld kunnen we een ROE van 1,79 waarnemen, wat een goede waarde is.

Tabel 1: beschrijvende statistiek

| | N | Minimum | Maximum | Gemiddelde | Stand. afwijking |
|---------|------|---------|------------|--------------|------------------|
| C_OWNSH | 1145 | 1 | 100 | 79,61 | 25,89 |
| C_NOW | 1144 | 1 | 300 | 3,46 | 15,75 |
| ASSETS | 1145 | 100 | 99.912.000 | 3.119.334,63 | 8.987.732,57 |
| AMOUNT | 1145 | 1000 | 70.000.000 | 896.704,89 | 3.504.662,99 |
| C_OAGE | 1145 | 23 | 85 | 51,69 | 10,97 |
| ROE | 1144 | -157,19 | 300 | 1,79 | 19,33 |

6.1.2 Outliers

Soms is het mogelijk dat een database één of meer buitengewoon grote of kleine waarden bevat. Dit noemt men outliers. Zo hebben we drie cases verwijderd die negatieve activa of activa gelijk aan nul hebben. Het is voor een bedrijf niet mogelijk om te functioneren met een negatieve activa of een activa gelijk aan nul. Daarnaast hebben we alle cases verwijderd waarbij een kredietlijn aangegaan werd voor een bedrag kleiner dan \$1.000. Dit zijn acht cases. Het is niet logisch dat een bedrijf een bedrag van \$49 of \$600 opneemt.

Naast deze outliers kunnen we nog een ander soort outliers terugvinden. Het betreft hier een ongebruikelijke waarde, die goed is weergegeven, maar die ervoor zorgt dat het een vertekend beeld geeft over de volledige database. Zoals uit de bespreking van de controlevariabele D_SIC2R is gebleken, zijn er enkele cases uit de database gehaald om een correcter beeld te kunnen geven. Het betreft hier vier cases die in de mijnsector actief zijn, en drie cases die niet geclassificeerd konden worden. De vier cases uit de mijnsector zijn eruit gehaald omdat het een te kleine groep omvatte ten opzichte van de andere sectoren. De drie cases die niet geclassificeerd konden worden, zijn eruit gehaald omdat op basis van deze gegevens geen conclusies getrokken kunnen worden.

6.1.3 Samenstelling familiebedrijf

Uit de database van 1145 cases kunnen we concluderen dat er zeer veel familiebedrijven zijn die een familiale CEO tewerkstellen, namelijk in 86,8% van de familiebedrijven (tabel 2). Daarnaast kunnen we zien dat er veel familiebedrijven zijn die slechts één eigenaar hebben. In de onderstaande tabel is in ongeveer de helft van de familiebedrijven slechts één eigenaar. Daarnaast kunnen we zien dat 90,3% van de familiebedrijven vier of minder eigenaars heeft. Hieruit kunnen we concluderen dat familiebedrijven vooral in handen zijn van slechts enkele personen en ze dus vooral een geconcentreerde eigendomsstructuur nastreven. Ten slotte kunnen we concluderen dat het merendeel van de familiebedrijven in de database zich in de eerste generatie bevinden, namelijk 91,1%. Hierbij kunnen we ons twee vragen stellen. Ten eerste kunnen we ons afvragen of familiebedrijven het moeilijk hebben om de startfase door te komen. Ten tweede kunnen we ons afvragen of de opvolger (tweede generatie) voldoet aan de vereisten om als CEO of eigenaar te fungeren. In de theorie hebben we al aangehaald dat de opvolger niet altijd voldoende kennis en ervaring heeft om het familiebedrijf over te nemen (Anderson et al., 2003).

Tabel 2: verdeling database

| | aantal | percentage |
|----------------------------|--------|------------|
| familiale CEO | 994 | 86,8 |
| externe CEO | 151 | 13,2 |
| één eigenaar | 637 | 55,6 |
| meerdere eigenaars | 508 | 44,4 |
| ≤ vier eigenaars | 1033 | 90,3 |
| > vier eigenaars | 111 | 9,7 |
| eerste generatie | 1043 | 91,1 |
| tweede generatie | 102 | 8,9 |

6.1.4 Samenstelling waarborg

In de onderstaande tabel (tabel 3) is de database opgedeeld naargelang er waarborg vereist wordt en of dit zakelijke of persoonlijke waarborg betreft. Hieruit kunnen we concluderen dat het overgrote deel van de kredietlijnen gepaard gaat met waarborgen, namelijk 77,8%. Opmerkelijk is dat in het merendeel van de cases (52,4%) geen zakelijke waarborg gevraagd wordt door de financiële instelling. Daarentegen wordt er zeer vaak persoonlijke waarborg verkregen van familiebedrijven (66,3%). Bovendien kunnen we vaststellen dat het aantal waarborgen (891) niet overeenkomt met de som van het aantal zakelijke en persoonlijke waarborgen (respectievelijk 545 en 759). Hieruit kunnen we concluderen dat in een aantal gevallen het familiebedrijf zowel zakelijke als persoonlijke waarborgen moet inbrengen om de kredietlijn te kunnen verkrijgen.

Tabel 3: aandeel waarborg

| | aantal | percentage |
|-----------------------------------|--------|------------|
| waarborg | 891 | 77,8 |
| geen waarborg | 254 | 22,2 |
| zakelijke waarborg | 545 | 47,6 |
| geen zakelijke waarborg | 600 | 52,4 |
| persoonlijke waarborg | 759 | 66,3 |
| geen persoonlijke waarborg | 386 | 33,7 |

6.1.5 Samenstelling interactievariabele (management en eigendom)

In deze masterproef willen we ook nagaan wat het effect is van een familiale CEO, die de volledige eigendom in handen heeft, op het inbrengen van waarborgen bij het aangaan van kredietlijnen. Aan de hand van de onderstaande kruistabel (tabel 4) kan er wat meer inzicht verworven worden hoe beide kenmerken (management en eigendom) gezamenlijk voorkomen. Zoals bij de samenstelling van het familiebedrijf (tabel 1) al besproken is, zijn er veel familiale CEO's, wat ook in de onderstaande tabel te zien is. Wat de eigendom betreft, is er geen uitgesproken uitkomst, wat ook tot uiting kwam in tabel 1. Als we de combinatie van beide kenmerken willen nagaan, moeten we wel rekening houden dat de percentages betrekking hebben op het totaal aantal familiebedrijven waarin er respectievelijk een externe en familiale CEO aanwezig is. Zo kunnen we vaststellen dat in iets meer dan de helft van de familiebedrijven waarin een familiale CEO tewerkgesteld is (55,1%), de eigendom in handen is van één persoon. Een gelijkaardige redenering kunnen we volgen bij familiebedrijven met een externe CEO, waarbij in 58,9% van de familiebedrijven, waarbij er een externe CEO tewerkgesteld is, de eigendom in handen is van één persoon. Algemeen kunnen we concluderen dat het enerzijds vooral familiebedrijven zijn met een familiale CEO en anderzijds dat het merendeel van de familiebedrijven slechts één eigenaar heeft.

Tabel 4: kruistabel interactievariabele

| | | C_MGR | | | |
|---------------|---|----------------|-------|-------|-------|
| | | 0 | 1 | | |
| OWN_100 | 0 | aantal | 62 | 446 | 508 |
| | | % within C_MGR | 41,1% | 44,9% | 44,4% |
| | 1 | aantal | 89 | 548 | 637 |
| | | % within C_MGR | 58,9% | 55,1% | 55,6% |
| Totaal | | aantal | 151 | 994 | 1145 |
| | | % within C_MGR | 100% | 100% | 100% |

6.1.6 Multicollineariteit

Multicollineariteit ging oorspronkelijk na of er een perfecte of exacte lineaire relatie bestaat tussen enkele of alle onafhankelijke variabelen van een regressiemodel. Tegenwoordig wordt de term ruimer geïnterpreteerd, waardoor er geen perfecte lineaire relatie meer moet voorkomen om van multicollineariteit te spreken. De waarde van de correlatiecoëfficiënt ligt altijd tussen -1 en +1. Een waarde van +1 geeft aan dat er een perfecte positieve lineaire samenhang is tussen de twee variabelen. Een waarde van -1 geeft aan dat er een perfecte negatieve lineaire samenhang is tussen de variabelen (Anderson, Sweeney, & Williams, 2003).

In onze modellen zijn we via de correlatiecoëfficiënt nagegaan of er multicollineariteit aanwezig is. Gujarati (2003) toont aan dat indien de correlatiecoëfficiënt hoger is dan de drempelwaarde 0,8 er sprake is van multicollineariteit. In tabel 5 hebben we de correlatietabel opgenomen, waarin we zijn nagegaan of er variabelen met elkaar correleren. We kunnen enkel constateren dat de variabelen C_OWNSH en OWN_100 een correlatiecoëfficiënt hebben die groter is dan de toegelaten norm van 0,8, namelijk 0,882. Dit zal geen problemen veroorzaken omdat beide variabelen niet samen in één regressie voorkomen. Er zal dus geen multicollineariteit voorkomen in de modellen.

Tabel 5: correlatietabel

| | C_MGR | C_OWNSH | C_NOW | OWN_100 | GEN | lnASSETS | DB_SCORE | lnAMOUNT | ORG3 | lnC_OAGE | ROE | D_SIC2R |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|----------|-------|---------|
| C_MGR | 1 | ,000 | -,076* | -,026 | -,005 | -,111** | ,012 | -,108** | ,104** | -,049 | ,049 | -,032 |
| C_OWNSH | ,000 | 1 | -,185** | ,882** | -,195** | -,401** | ,139** | -,356** | ,352** | -,147** | ,025 | ,152** |
| C_NOW | -,076* | -,185** | 1 | -,175** | ,041 | ,190** | -,029 | ,152** | -,089** | ,094** | -,003 | -,072* |
| OWN_100 | -,026 | ,882** | -,175** | 1 | -,153** | -,414** | ,130** | -,370** | ,391** | -,152** | ,044 | ,152** |
| GEN | -,005 | -,195** | ,041 | -,153** | 1 | ,250** | -,132** | ,199** | -,116** | ,050 | ,003 | -,127** |
| lnASSETS | -,111** | -,401** | ,190** | -,414** | ,250** | 1 | -,100** | ,772** | -,422** | ,246** | -,054 | -,292** |
| DB_SCORE | ,012 | ,139** | -,029 | ,130** | -,132** | -,100** | 1 | -,096** | ,065* | -,171** | -,015 | ,031 |
| lnAMOUNT | -,108** | -,356** | ,152** | -,370** | ,199** | ,772** | -,096** | 1 | -,379** | ,223** | -,021 | -,237** |
| ORG3 | ,104** | ,352** | -,089** | ,391** | -,116** | -,422** | ,065* | -,379** | 1 | -,082** | ,014 | ,126** |
| lnC_OAGE | -,049 | -,147** | ,094** | -,152** | ,050 | ,246** | -,171** | ,223** | -,082** | 1 | ,008 | -,088** |
| ROE | ,049 | ,025 | -,003 | ,044 | ,003 | -,054 | -,015 | -,021 | ,014 | ,008 | 1 | -,050 |
| D_SIC2R | -,032 | ,152** | -,072* | ,152** | -,127** | -,292** | ,031 | -,237** | ,126** | -,088** | -,050 | 1 |

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

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

6.2 Bespreking hypotheses

In dit deel worden de resultaten van de regressies besproken. Dit zal gedaan worden aan de hand van de hypotheses die we in de literatuurstudie opgesteld hebben. De drie afhankelijke variabelen, WAARBORG, ZAK_WB, en PERS_WB zullen per hypothese besproken worden. Als begin worden hieronder 3 tabellen (tabel 6, 7, en 8) weergegeven waarin de belangrijkste resultaten voorkomen. Met behulp van deze tabellen kunnen we de hypotheses bespreken. Bij elke afhankelijke variabele wordt een tabel opgenomen die de hellingscoëfficiënt van iedere variabele weergeeft. Er kan aangenomen worden, dat hoe groter deze waarde in absolute termen voorkomt, hoe groter het effect op de afhankelijke variabele is. Daarnaast wordt de significantie van die variabele weergegeven aan de hand van een asterisk (* = significant op 0,1; ** = significant op 0,05; *** = significant op 0,001). Ten slotte wordt de standaardafwijking van elke variabele opgenomen.

Tabel 6: regressiemodel voor WAARBORG

| Variabelen | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Constant | 2,209 (1,665) | 0,487 (1,569) | 1,830 (1,674) | 1,859 (1,615) | 1,815 (1,633) |
| C_MGR | -0,011 (0,244) | -0,006 (0,245) | -0,038 (0,247) | -0,028 (0,245) | 0,033 (0,418) |
| C_OWNSH | -0,008** (0,004) | | -0,009** (0,004) | | |
| C_NOW | | -0,010** (0,004) | -0,011** (0,004) | | |
| OWN_100 | | | | -0,444** (0,187) | -0,365 (0,483) |
| C_MGR*OWN_100 | | | | | -0,092 (0,515) |
| GEN | -0,116 (0,311) | -0,009 (0,316) | -0,065 (0,318) | -0,094 (0,310) | -0,095 (0,310) |
| lnASSETS | -0,034 (0,056) | -0,002 (0,055) | -0,021 (0,056) | -0,036 (0,056) | -0,036 (0,056) |
| DB_SCORE | ** | ** | *** | ** | ** |
| DB_SCORE(1) | 0,341 (0,270) | 0,334 (0,270) | 0,385 (0,271) | 0,314 (0,269) | 0,315 (0,269) |
| DB_SCORE(2) | 0,904*** (0,286) | 0,878*** (0,286) | 0,937*** (0,288) | 0,877*** (0,286) | 0,876*** (0,286) |
| DB_SCORE(3) | 0,596** (0,300) | 0,574* (0,298) | 0,651** (0,301) | 0,586** (0,299) | 0,588** (0,300) |
| DB_SCORE(4) | 0,632* (0,359) | 0,580 (0,359) | 0,649* (0,361) | 0,623* (0,359) | 0,624* (0,359) |
| lnAMOUNT | 0,420*** (0,065) | 0,436*** (0,065) | 0,431*** (0,066) | 0,417*** (0,065) | 0,417*** (0,065) |
| ORG3 | -0,516*** (0,178) | -0,609*** (0,173) | -0,498*** (0,178) | -0,493*** (0,179) | -0,489*** (0,181) |
| lnC_OAGE | -1,246*** (0,381) | -1,103*** (0,377) | -1,191*** (0,383) | -1,237*** (0,381) | -1,241*** (0,381) |
| ROE | -0,005 (0,004) | -0,005 (0,004) | -0,005 (0,004) | -0,005 (0,004) | -0,005 (0,004) |
| D_SIC2R | | | | | |
| D_SIC2R(1) | 0,151 (0,256) | 0,128 (0,256) | 0,136 (0,257) | 0,145 (0,256) | 0,144 (0,256) |
| D_SIC2R(2) | -0,267 (0,258) | -0,219 (0,260) | -0,243 (0,261) | -0,264 (0,258) | -0,263 (0,258) |
| D_SIC2R(3) | -0,201 (0,400) | -0,095 (0,410) | -0,093 (0,410) | -0,192 (0,399) | -0,195 (0,399) |
| D_SIC2R(4) | 0,329 (0,201) | 0,324 (0,201) | 0,313 (0,202) | 0,329 (0,201) | 0,328 (0,201) |
| D_SIC2R(5) | 0,057 (0,349) | -0,023 (0,349) | 0,050 (0,350) | 0,044 (0,348) | 0,046 (0,348) |
| n | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 |
| Naegelkerke R ² | 0,186 | 0,188 | 0,196 | 0,187 | 0,187 |
| Significant model | *** | *** | *** | *** | *** |

Tabel 7: regressiemodel voor ZAK_WB

| Variabelen | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Constant | -2,342* (1,324) | -2,803** (1,272) | -2,507* (1,329) | -2,281* (1,292) | -2,2342* (1,302) |
| C_MGR | -0,195 (0,192) | -0,190 (0,193) | -0,201 (0,193) | -0,209 (0,193) | -0,125 (0,298) |
| C_OWNSH | -0,002 (0,003) | | -0,002 (0,003) | | |
| C_NOW | | -0,003 (0,004) | -0,004 (0,004) | | |
| OWN_100 | | | | -0,178 (0,148) | -0,056 (0,364) |
| C_MGR*OWN_100 | | | | | -0,144 (0,391) |
| GEN | -0,533** (0,239) | -0,490** (0,238) | -0,506** (0,240) | -0,532** (0,238) | -0,534** (0,238) |
| lnASSETS | 0,002 (0,049) | 0,012 (0,049) | 0,007 (0,049) | -0,002 (0,049) | -0,002 (0,049) |
| DB_SCORE | | | | | |
| DB_SCORE(1) | -0,171 (0,230) | -0,167 (0,229) | -0,154 (0,230) | -0,175 (0,229) | -0,174 (0,229) |
| DB_SCORE(2) | 0,254 (0,237) | 0,251 (0,237) | 0,264 (0,238) | 0,249 (0,237) | 0,247 (0,237) |
| DB_SCORE(3) | 0,101 (0,250) | 0,100 (0,250) | 0,118 (0,251) | 0,104 (0,250) | 0,107 (0,250) |
| DB_SCORE(4) | 0,086 (0,298) | 0,075 (0,297) | 0,093 (0,298) | 0,093 (0,297) | 0,092 (0,297) |
| lnAMOUNT | 0,434*** (0,055) | 0,438*** (0,055) | 0,436*** (0,055) | 0,433*** (0,055) | 0,432*** (0,055) |
| ORG3 | 0,106 (0,159) | 0,087 (0,155) | 0,114 (0,159) | 0,135 (0,161) | 0,143 (0,163) |
| lnC_OAGE | -0,637** (0,312) | -0,597* (0,313) | -0,610* (0,313) | -0,646** (0,312) | -0,650** (0,313) |
| ROE | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) |
| D_SIC2R | | | | | |
| D_SIC2R(1) | 0,030 (0,213) | 0,022 (0,213) | 0,021 (0,213) | 0,028 (0,213) | 0,027 (0,213) |
| D_SIC2R(2) | -0,052 (0,218) | -0,044 (0,218) | -0,050 (0,219) | -0,053 (0,218) | -0,050 (0,218) |
| D_SIC2R(3) | 0,246 (0,359) | 0,324 (0,362) | 0,321 (0,362) | 0,253 (0,359) | 0,251 (0,359) |
| D_SIC2R(4) | 0,128 (0,165) | 0,124 (0,166) | 0,120 (0,166) | 0,126 (0,166) | 0,125 (0,166) |
| D_SIC2R(5) | -0,461 (0,323) | -0,482 (0,323) | -0,466 (0,324) | -0,450 (0,323) | -0,442 (0,324) |
| n | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 |
| Naegelkerke R ² | 0,184 | 0,185 | 0,186 | 0,185 | 0,185 |
| Significant model | *** | *** | *** | *** | *** |

Tabel 8: regressiemodel voor PERS_WB

| Variabelen | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Constant | 2,359* (1,362) | 1,783 (1,303) | 2,179 (1,369) | 2,458* (1,330) | 2,327* (1,340) |
| C_MGR | 0,066 (0,197) | 0,041 (0,199) | 0,027 (0,200) | 0,050 (0,198) | 0,229 (0,301) |
| C_OWNSH | -0,002 (0,003) | | -0,003 (0,003) | | |
| C_NOW | | -0,012** (0,006) | -0,013** (0,006) | | |
| OWN_100 | | | | -0,181 (0,153) | 0,080 (0,370) |
| C_MGR*OWN_100 | | | | | -0,307 (0,398) |
| GEN | -0,128 (0,240) | -0,092 (0,242) | -0,114 (0,243) | -0,129 (0,239) | -0,135 (0,240) |
| lnASSETS | -0,037 (0,049) | -0,019 (0,049) | -0,025 (0,049) | -0,042 (0,049) | -0,041 (0,049) |
| DB_SCORE | ** | ** | ** | ** | ** |
| DB_SCORE(1) | 0,141 (0,227) | 0,135 (0,227) | 0,149 (0,228) | 0,138 (0,226) | 0,141 (0,226) |
| DB_SCORE(2) | 0,552** (0,237) | 0,537** (0,238) | 0,553** (0,238) | 0,549** (0,237) | 0,546** (0,237) |
| DB_SCORE(3) | 0,503** (0,252) | 0,516** (0,253) | 0,539** (0,254) | 0,508** (0,252) | 0,516** (0,252) |
| DB_SCORE(4) | 0,706** (0,311) | 0,672** (0,311) | 0,693** (0,312) | 0,714** (0,310) | 0,714** (0,311) |
| lnAMOUNT | 0,180*** (0,052) | 0,183*** (0,053) | 0,181*** (0,053) | 0,177*** (0,053) | 0,177*** (0,053) |
| ORG3 | -0,700*** (0,157) | -0,721*** (0,153) | -0,687*** (0,157) | -0,670*** (0,158) | -0,654*** (0,160) |
| lnC_OAGE | -0,822*** (0,318) | -0,759** (0,317) | -0,778** (0,318) | -0,833*** (0,318) | -0,841*** (0,318) |
| ROE | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) |
| D_SIC2R | | | | | |
| D_SIC2R(1) | 0,008 (0,219) | -0,010 (0,219) | 0,009 (0,219) | 0,006 (0,219) | 0,003 (0,219) |
| D_SIC2R(2) | -0,392* (0,217) | -0,355 (0,219) | -0,359 (0,219) | -0,394* (0,217) | -0,390* (0,217) |
| D_SIC2R(3) | -0,453 (0,351) | -0,498 (0,355) | -0,403 (0,356) | -0,447 (0,351) | -0,453 (0,351) |
| D_SIC2R(4) | 0,067 (0,171) | 0,052 (0,171) | 0,048 (0,171) | 0,065 (0,171) | 0,064 (0,171) |
| D_SIC2R(5) | 0,045 (0,312) | 0,018 (0,311) | 0,040 (0,312) | 0,055 (0,312) | 0,066 (0,312) |
| n | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 |
| Naegelkerke R ² | 0,089 | 0,097 | 0,098 | 0,091 | 0,091 |
| Significant model | *** | *** | *** | *** | *** |

6.2.1 Hypothese 1: een familiebedrijf met een familiale CEO zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet

De enige variabele die gebruikt kan worden om deze hypothese te testen, is de variabele C_MGR. Zoals bij de bespreking van de variabelen al aangehaald is, gaat deze variabele na of er een familiale of externe CEO tewerkgesteld is. Uit de modellen aangaande de drie afhankelijke variabelen, kunnen we concluderen dat er geen significante resultaten gevonden kunnen worden. Daar er geen significant verband is, kan er geen uitspraak gedaan worden over het verband dat er heerst tussen de onafhankelijke (C_MGR) en de afhankelijke variabelen. Bijgevolg kunnen we hypothese 1 niet bevestigen.

In de literatuur was er ook geen uitgesproken uitkomst dat een familiale CEO minder of meer agency problemen veroorzaakt. Zo hebben we gezien dat een familiale CEO mogelijk familieleden kan bevoordelen (Chua et al., 2003). Daarentegen kan een externe CEO ook agency problemen veroorzaken omdat deze niet altijd voldoende kennis bezit over het familiebedrijf in vergelijking met een familiale CEO (Donnelley, 1964). Vervolgens zijn er de verschillen tussen familiale en financiële doelstellingen. In de literatuur hebben we gezien dat een familiale CEO eerder de neiging heeft om familiale doelstellingen na te streven dan een externe CEO doet. De externe CEO zal eerder geneigd zijn om financiële doelstellingen na te streven. In de praktijk is het mogelijk dat zowel een familiale als externe CEO een mix van beide doelstellingen nastreeft waardoor er omtrent de doelstellingen geen grote verschillen kunnen terug te vinden zijn tussen een familiale en externe CEO. We kunnen dus concluderen dat de voor- en nadelen van een externe en een familiale CEO gelijkwaardig zijn.

Uit de vorige alinea kunnen we concluderen dat het mogelijk is dat de agency problemen die in de literatuur aan bod komen omtrent de familiale CEO blijkbaar niet voldoende zijn voor de financiële instelling om meer waarborgen te eisen dan aan een familiebedrijf met een externe CEO. Daarnaast blijken ook de agency problemen aangaande de externe CEO niet voldoende te zijn om meer waarborgen te eisen dan aan een familiebedrijf met een familiale CEO. Bijgevolg kunnen we aannemen dat de nadelen van de familiale CEO de voordelen van de externe CEO zijn en de nadelen van de externe CEO de voordelen van de familiale CEO zijn.

We moeten er wel mee rekening houden dat we de resultaten in de Amerikaanse context interpreteren. Uit verschillende studies omtrent Amerikaanse familiebedrijven kunnen we mogelijk afleiden dat de Amerikaanse financiële instellingen meer gericht zijn op objectieve kenmerken van het familiebedrijf zelf (Jiménez et al., 2006). Een goed voorbeeld hiervan is de Dun & Bradstreet kredietsscore die we hebben gebruikt om de kwaliteit van het familiebedrijf na te gaan. Deze variabele gaf in vele gevallen significante resultaten, wat erop wijst dat de kwaliteit van het familiebedrijf een belangrijke rol speelt in het beslissingsproces dat de financiële instelling

hanteert. Uiteraard is de kredietscore van Dun & Bradstreet een objectief kenmerk van het familiebedrijf.

Daarnaast kunnen we uit de resultaten afleiden dat de financiële instelling niet zoveel aandacht hecht aan de aanwezigheid van een familiale of externe CEO. Mogelijk zal het voor de financiële instelling niet belangrijk zijn of er een familiale of externe CEO is, zolang het familiebedrijf optimaal functioneert. Als een familiale CEO ervoor zorgt dat het familiebedrijf efficiënt en effectief werkt, zal dit voldoende zijn voor de financiële instelling. Hetzelfde geldt wanneer een externe CEO ervoor zorgt dat het familiebedrijf efficiënt en effectief werkt.

6.2.2 Hypothese 2: een familiebedrijf met geconcentreerd eigendom zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet

De variabelen die gebruikt zijn in de modellen om de eigendomsstructuur na te gaan, zijn C_OWNSH (eigendomspercentage hoofdeigenaar), C_NOW (aantal aandeelhouders), en OWN_100 (één eigenaar of meerdere eigenaars). We kunnen significante resultaten bekomen uit de modellen met als afhankelijke variabele WAARBORG en PERS_WB. De resultaten uit het model met als afhankelijke variabele WAARBORG bevestigen deels de hypothese, terwijl de resultaten uit het model met als afhankelijke variabele PERS_WB de hypothese verwerpen.

De eerste variabele C_OWNSH heeft een duidelijk negatief significant resultaat bij het model met als afhankelijke variabele WAARBORG. Aangaande deze afhankelijke variabele kunnen we concluderen dat familiebedrijven waarin de hoofdeigenaar een groot percentage van de eigendom bezit, significant minder waarborgen moet inbrengen dan wanneer de hoofdeigenaar een laag percentage van de eigendom bezit. We kunnen hier dus aannemen dat wanneer de eigendom van het familiebedrijf geconcentreerd is bij slechts één of enkele personen, dit familiebedrijf significant minder waarborgen moet inbrengen. Deze visie komt ook voor in de literatuur betreffende Jensen en Meckling (1976), die aangetoond hebben dat de agency problemen verminderen naarmate de eigendom geconcentreerder wordt.

De tweede variabele die we hebben opgenomen, is de variabele C_NOW. Deze variabele heeft significant negatieve resultaten bij de modellen met als afhankelijke variabele WAARBORG en PERS_WB. Aangaande deze twee afhankelijke variabelen kunnen we stellen dat familiebedrijven met meerdere aandeelhouders significant minder waarborgen (WAARBORG) en significant minder persoonlijke waarborgen (PERS_WB) moeten inbrengen. Deze maatstaf van de eigendomsstructuur bevestigt de visie van Morck en Yeung (2003) dat een verspreide eigendomsstructuur minder agency problemen kan veroorzaken en zo ook een lagere graad van waarborgverlening ondervindt. Daarnaast kunnen we een mogelijke verklaring vinden in het feit dat het aanwezig zijn van

meerdere eigenaars het eisen van persoonlijke waarborgen complex kan maken. Slechts enkele van deze eigenaars zullen persoonlijke waarborgen inbrengen, terwijl de andere eigenaars geen risico lopen op het verliezen van persoonlijke middelen. Op deze manier is er een ongelijke verdeling van het risico, waardoor geen enkele eigenaar persoonlijke waarborgen wil inbrengen. Indien er toch een eigenaar persoonlijke waarborgen zal inbrengen zal hij het volledige risico dragen, terwijl de anderen enkel de voordelen verkrijgen. We kunnen concluderen dat de variabelen C_OWNSH en C_NOW een tegenstrijdige uitkomst geven. Het is echter zinvol om beide variabelen gezamenlijk op te nemen in het model.

Zo hebben we in de drie modellen zowel de variabele C_OWNSH als de variabele C_NOW opgenomen. Enkel in het model met als afhankelijke variabele WAARBORG kunnen we significante resultaten bekomen voor beide variabelen. Deze resultaten geven een significant negatief verband. Hieruit blijkt dat familiebedrijven significant minder waarborgen (WAARBORG) moeten inbrengen indien het familiebedrijf een eigendomsstructuur heeft die bestaat uit één grote hoofdeigenaar met mogelijk daarrond nog een aantal kleinere aandeelhouders alsook bij familiebedrijven met meerdere eigenaars. Jensen en Meckling (1976) hebben aangetoond dat er voldoende controle kan zijn door een grote aandeelhouder, maar dat het familiebedrijf nog voldoende vrijheid heeft om efficiënt te kunnen handelen. Een verklaring voor de resultaten omtrent de combinatie van de variabelen C_OWNSH en C_NOW kan enkel gevonden worden indien ze samen geïnterpreteerd worden. Dit wil zeggen dat familiebedrijven waarvan de eigendom in handen is van een grote aandeelhouder of verdeeld is onder meerdere eigenaars significant minder waarborgen moeten inbrengen dan familiebedrijven waarvan de eigendom zowel niet geconcentreerd als niet verspreid is. Aangaande de afhankelijke variabele PERS_WB kunnen we stellen dat enkel de variabele C_NOW significant negatief is, wat erop wijst dat persoonlijke waarborgen minder vaak ingebracht worden indien de eigendom verdeeld is tussen meerdere eigenaars. Dit sluit aan op de interpretatie van de variabele C_NOW in de vorige alinea.

Een laatste variabele die we hebben opgenomen, is de variabele OWN_100. Bij het model met afhankelijke variabele WAARBORG kunnen we een significant negatief resultaat terugvinden. Zo kunnen we besluiten dat wanneer er slechts één eigenaar is in een familiebedrijf, dit familiebedrijf significant minder waarborgen moet inbrengen dan wanneer er meerdere eigenaars zijn. Dit resultaat bevestigt de hypothese. Wel moeten we opmerken dat een familiebedrijf met een volledig geconcentreerde eigendomsstructuur slechts in één model (model 4, tabel 6) significant minder waarborgen moet inbrengen bij het aangaan van een kredietlijn. Daaruit kunnen we afleiden dat dit niet de eigendomsstructuur is die de laagste graad van waarborgen heeft. Dit is opmerkelijk omdat in de literatuur vaak wordt aangetoond dat familiebedrijven met slechts één eigenaar geen agency problemen veroorzaken (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983a). Dit kunnen we nuanceren omdat we hebben aangetoond dat familiebedrijven met een grote hoofdeigenaar en enkele kleinere eigenaars mogelijk een lagere graad van waarborgverlening moeten bieden. Dit is

namelijk ook een vorm van sterk geconcentreerd eigendom. Wel moet er rekening gehouden worden met het feit dat het tevens mogelijk is dat een familiebedrijf met meerdere eigenaars een lagere graad van waarborgen moet inbrengen. Hierdoor is het mogelijk dat de lagere graad van waarborgverlening bij een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur minder eenduidig wordt.

Algemeen kunnen we concluderen dat er geen eenduidige verklaring is omtrent de invloed van de eigendomsstructuur op de graad van waarborgverlening. Zo is het mogelijk dat een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur, al dan niet vergezeld van een aantal kleine aandeelhouders, significant minder waarborgen moet inbrengen. Daarnaast is het mogelijk dat een familiebedrijf met meerdere eigenaars significant minder waarborgen moet inbrengen. Vervolgens moeten waarborgen en persoonlijke waarborgen minder ingebracht worden door een familiebedrijf met een verspreide eigendomsstructuur. De hypothese kan niet bevestigd worden voor de afhankelijke variabele ZAK_WB.

6.2.3 Hypothese 3: een familiebedrijf met een familiale CEO zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet bij een geconcentreerde eigendomsstructuur

Om deze hypothese te testen, hebben we de combinatie gemaakt van de variabelen C_MGR en OWN_100. We kunnen besluiten dat we aangaande deze interactievariabele geen significante resultaten kunnen waarnemen omtrent alle afhankelijke variabelen. We kunnen dus niet met zekerheid stellen dat een familiebedrijf met een familiale CEO en een geconcentreerde eigendomsstructuur een lagere graad van waarborgen moet bieden bij het aangaan van een kredietlijn. Hierdoor kunnen we geen uitspraak doen omtrent het aanvaarden of verwerpen van de hypothese. In de literatuur is er ook geen uitgesproken voorkeur voor een 'controlling owner', een 'sibling partnership', of een 'cousin consortium'.

Het is mogelijk dat dit niet significante resultaat voortvloeit uit het feit dat de variabele C_MGR geen significante resultaten weergaf, waardoor het begrijpelijk is dat de interactievariabele ook geen significante resultaten kan weergeven. Zoals bij de bespreking van hypothese 1 kunnen we afleiden dat het effect van een familiale of externe CEO op de agency problemen en dus ook onrechtstreeks op de graad van waarborgverlening niet altijd een uitgesproken negatief of positief verband heeft. Dit onuitgesproken verband kan ook zijn invloed hebben op de interactievariabele met de eigendomsstructuur, waardoor deze ook geen uitgesproken invloed kan hebben.

Daarnaast kunnen we een verklaring vinden omtrent het niet significante verband met de graad van waarborgverlening in het feit dat de combinatie (familiale CEO en geconcentreerde

eigendomsstructuur) niet voldoende kan zijn om bepaalde waarborgen al dan niet te eisen. Zo is het mogelijk dat wanneer de CEO en de eigenaar één persoon zijn, dit ervoor zorgt dat het familiebedrijf minder waarborgen moet inbrengen omwille van het feit dat het controlemechanisme tussen eigendom en management overbodig is (Jensen & Meckling, 1976). Daarentegen is het mogelijk dat het familiebedrijf wel meer waarborgen moet inbrengen omdat die persoon zijn/haar macht kan misbruiken (Lubatkin et al., 2005). Deze tegengestelde bevindingen kunnen er dus voor zorgen dat het interactie-effect geen significante invloed kan hebben op de waarborgverlening.

6.2.4 Hypothese 4: eerste generatie familiebedrijven zullen een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet

De variabele GEN hebben we gebruikt om na te gaan of er een wezenlijk verschil is tussen eerste generatie familiebedrijven en tweede generatie familiebedrijven aangaande de graad van waarborgverlening. We kunnen enkel significant negatieve resultaten terugvinden bij de afhankelijke variabele ZAK_WB. Hieruit kunnen we afleiden dat tweede generatie familiebedrijven significant minder zakelijke waarborgen moeten inbrengen dan eerste generatie familiebedrijven. Bijgevolg kunnen we de hypothese verwerpen. We kunnen geen uitspraken doen omtrent het verband tussen de variabele GEN en de andere afhankelijke variabelen (WAARBORG en PERS_WB) omdat hier geen significante verbanden zijn.

Er zijn een aantal verklaringen mogelijk voor de lagere graad van zakelijke waarborgen voor tweede generatie familiebedrijven. Een eerste verklaring kan gevonden worden in het feit dat er slechts 102 tweede generatie familiebedrijven ten opzichte van 1043 eerste generatie familiebedrijven zijn (tabel 1). Doordat er zo weinig tweede generatie familiebedrijven zijn, is het mogelijk dat de resultaten niet het volledige beeld weergeven.

Een tweede verklaring houdt in dat tweede generatie familiebedrijven ouder zijn en zo ook mogelijk een zeer goede vertrouwensrelatie hebben opgebouwd met de financiële instelling. Het is mogelijk dat het familiebedrijf in het verleden al meerdere kredieten aangegaan is bij die financiële instelling, waardoor de financiële instelling al veel informatie over dat familiebedrijf verzameld heeft. Op basis hiervan kan het zich een beter beeld vormen van het familiebedrijf. Indien dit positief is, is het mogelijk dat het geen zakelijke waarborgen meer moet eisen. De financiële instelling heeft voldoende zekerheid dat het familiebedrijf het krediet kan terugbetalen.

Een derde verklaring kan gevonden worden omtrent het corporate entrepreneurship aspect dat is aangehaald in de literatuurstudie. Hier gaat men er vanuit dat in eerste generatie familiebedrijven de beslissingen vaak gecentraliseerd genomen worden, wat de mate van innovatie kan verminderen (Dyer, 1988; Zahra et al., 2004). Hieruit volgt dat wanneer een bedrijf niet innoveert,

het mogelijk overlevingsproblemen zal ondervinden. Dit is een negatief signaal naar de financiële instelling toe omdat deze zeer veel belang hecht aan de overleving van het bedrijf. Vanuit deze redenering is het mogelijk dat de financiële instelling zakelijke waarborgen eist om de onzekerheid omtrent de overleving van het familiebedrijf te compenseren. Daarentegen worden in tweede generatie familiebedrijven beslissingen veeleer gedecentraliseerd genomen, waardoor corporate entrepreneurship wel toegepast kan worden. Indien het familiebedrijf geen te risicovolle projecten aanneemt, kan de financiële instelling tweede generatie familiebedrijven als positief aanzien. Er mogen risico's genomen worden omtrent corporate entrepreneurship, maar deze moeten aanvaardbaar zijn om als positief aanzien te worden door de financiële instelling. Uit deze drie verklaringen kunnen we afleiden dat het mogelijk is dat tweede generatie familiebedrijven minder zakelijke waarborgen moeten inbrengen.

Desondanks vinden we in de literatuur ook vaak dat eerste generatie familiebedrijven bestempeld worden als familiebedrijven met minder agency problemen. Zo zouden eerste generatie familiebedrijven een lagere graad van waarborgverlening moeten aanbieden omdat de oprichters vaak de nodige kennis bezitten (Anderson et al., 2003). Deze kennis is niet altijd terug te vinden bij de opvolgers (Anderson et al., 2003). Deze kennis kan ervoor zorgen dat er minder agency problemen voorkomen en zo een lagere graad van waarborgen vereist is voor eerste generatie familiebedrijven. Deze redenering wordt niet aangetoond in de gevonden resultaten. Het compensatie effect van de voor- en nadelen van eerste en tweede generatie familiebedrijven kunnen mogelijk de niet-significante resultaten aangaande de afhankelijke variabelen WAARBORG en PERS_WB verantwoorden.

6.2.5 Hypothese 5: een groter familiebedrijf zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet

De grootte van het familiebedrijf hebben we gemeten aan de hand van de variabele *lnASSETS*, waarbij we geen significante resultaten kunnen terugvinden. Bijgevolg kunnen we concluderen dat er geen uitspraak kan gedaan worden over de hypothese aangaande het effect van de grootte van het familiebedrijf op de mate waarin er waarborgen vereist worden.

Uit de resultaten kunnen we afleiden dat de grootte van het familiebedrijf geen significant effect heeft op de graad van waarborgverlening. Dit is mogelijk verklaarbaar door het compenseren van de voor- en nadelen van grote familiebedrijven. Grotere familiebedrijven zijn doorgaans ouder en moeten zo mogelijk minder waarborgen moeten inbrengen (Avery et al., 1998; Mann, 1997a). Doordat grotere familiebedrijven doorgaans ouder zijn, is het mogelijk dat ze al vaker kredieten hebben opgenomen bij dezelfde financiële instelling. Hierdoor kan er een vertrouwensrelatie ontstaan, waardoor de financiële instelling over veel informatie van het familiebedrijf beschikt.

Deze informatie kan de financiële instelling voldoende zekerheid geven, waardoor het mogelijk is dat er minder waarborgen ingebracht moeten worden. Daarentegen kunnen grotere familiebedrijven meer zakelijke onderpanden inbrengen. Dit effect kan verklaarbaar zijn door het feit dat grotere familiebedrijven ook meer activa bezitten, waardoor ze ook in staat zijn om zakelijke waarborgen te bieden. Het in staat zijn om meer zakelijke waarborgen in te brengen en de leeftijd van het familiebedrijf kunnen elkaar compenseren waardoor het mogelijk is dat er geen significante resultaten bekomen kunnen worden.

6.2.6 Hypothese 8: een kwalitatief goed familiebedrijf zal een lagere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van krediet

Om de kwaliteit van het familiebedrijf na te gaan, hebben we gebruik gemaakt van de variabele DB_SCORE. We hebben bij alle modellen de familiebedrijven met het laagste kredietrisico opgenomen als referentiecategorie. Voor de modellen met als afhankelijke variabele WAARBORG en PERS_WB kunnen we de hypothese bevestigen, namelijk dat een kwalitatief goed familiebedrijf een lagere graad van waarborgen moet bieden bij het aangaan van een kredietlijn.

De resultaten zijn positief significant, wat wijst op een positief verband tussen het kredietrisico en de mate waarin waarborgen (WAARBORG) en persoonlijke waarborgen (PERS_WB) vereist worden. Tussen familiebedrijven met een 'low risk' (referentiecategorie) en een 'moderate risk' is geen significant effect. Het is mogelijk dat beide groepen niet gezien worden als bedreigend voor problemen met de kredietvoorwaarden. De andere groepen familiebedrijven ('average risk', 'significant risk', en 'high risk') hebben wel een significant positief verschil ten opzichte van 'low risk' familiebedrijven. Enkel in tabel 6, in model 2 is een 'high risk' familiebedrijf niet significant verschillend van een 'low risk' familiebedrijf. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat deze 'high risk' familiebedrijven een te hoog risico bevatten dat niet gecompenseerd kan worden door het inbrengen van waarborgen. Het is mogelijk dat in dit geval bepaalde convenanten (minimaal vereiste liquiditeit) vereist zijn in plaats van waarborgen. We kunnen dit wel zien als een uitzondering omdat het slechts in één model voorkomt. Over het algemeen kunnen we familiebedrijven met een 'average' of hoger kredietrisico aanzien als mogelijke bedrijven die niet kunnen voldoen aan de kredietvoorwaarden, zoals de terugbetaling van het krediet. Daaruit volgt dat deze familiebedrijven enerzijds eerder waarborgen moeten inbrengen dan familiebedrijven met een laag kredietrisico, en anderzijds dat deze familiebedrijven een hogere mate van persoonlijke waarborgen moeten bieden. In de literatuur hebben Jiménez et al. (2006) ook aangetoond dat het gebruik van waarborgen vaker voorkomt indien het familiebedrijf met een lage kredietkwaliteit kampt. De kredietscore van Dun & Bradstreet is een kwaliteitsvolle meting van de kwaliteit van het familiebedrijf. Vandaar dat deze variabele ook zo'n significant effect heeft op de waarborgverlening en de hypothese bevestigt.

We kunnen geen significante resultaten terugvinden bij de afhankelijke variabele ZAK_WB. Dit kan erop wijzen dat de kwaliteit van het familiebedrijf geen significante invloed heeft op de graad van zakelijke waarborgverlening. Het is mogelijk dat de financiële instelling niet voldoende zekerheid verkrijgt omtrent risicovollere familiebedrijven door het eisen van zakelijke waarborgen. Zoals in de vorige alinea al aangehaald is, is het mogelijk dat dit gecompenseerd wordt door een hogere mate van persoonlijke waarborgen. Uit tabel 6 is duidelijk af te leiden dat risicovollere familiebedrijven een hogere graad van waarborgverlening moeten bieden om een krediet aan te gaan.

6.2.7 Hypothese 14: een familiebedrijf dat een groot krediet aangaat, zal een hogere graad van waarborgen moeten bieden bij het aangaan van dat krediet

De grootte van het krediet wordt gemeten met de variabele lnAMOUNT. Het betreft hier het maximaal op te nemen bedrag binnen de kredietlijn. Hieromtrent kunnen we over alle modellen dezelfde conclusie trekken. Het bedrag waaruit de kredietlijn bestaat, heeft een zeer sterk significant positief effect op de mate waarin waarborgen vereist worden. Hoe omvangrijker de kredietlijn is, hoe vaker er waarborgen, zakelijke waarborgen, en persoonlijke waarborgen vereist worden. Uit de literatuur blijkt ook dat grotere kredieten eerder gepaard gaan met waarborgen dan dit het geval is bij kleinere kredieten. Dit kan doordat de kosten die met onderpand gepaard gaan, verspreid kunnen worden over een groot bedrag (Jackson en Kronman, 1979). Daarnaast blijkt ook dat een grotere mate van schulden kan zorgen voor meer onzekerheid vanwege de financiële instelling (Leeth & Scott, 1989; Avery et al., 1989). Hoe omvangrijker de kredietlijn, hoe meer schulden het familiebedrijf bezit. We kunnen dus vanuit de empirie de hypothese bevestigen.

6.2.8 Bijkomende bevindingen

Naast de onafhankelijke variabelen, die we hebben opgenomen om de hypothesen te testen, hebben we ook enkele controlevariabelen opgenomen. De resultaten hieromtrent worden in deze paragraaf toegelicht.

Organisatievorm

Zoals bij de bespreking van de variabelen in paragraaf 5.3.5 al aangehaald is, hebben we ervoor gekozen om de familiebedrijven op te delen in twee groepen (beperkte en onbeperkte aansprakelijkheid). Deze controlevariabele (ORG3) wordt net zoals de andere controlevariabelen in

alle modellen toegepast. Zo zal een familiebedrijf met een onbeperkte aansprakelijkheid minder waarborgen (WAARBORG) en minder persoonlijke waarborgen (PERS_WB) moeten inbrengen.

Een mogelijke verklaring hieromtrent kan zijn dat de financiële instelling bij een faillissement van een familiebedrijf met onbeperkte aansprakelijkheid veel meer mogelijkheden heeft om het krediet te kunnen recupereren. Er kan namelijk beslag gelegd worden op de privémiddelen van de eigenaar. Indien het familiebedrijf een beperkte aansprakelijkheid geniet, kan de financiële instelling enkel beslag leggen op het vermogen van het familiebedrijf. Dit is veel minder dan wanneer de financiële instelling ook beslag kan leggen op de privémiddelen van de eigenaar. Hiervoor wil de financiële instelling zich indekken door het eisen van persoonlijke waarborgen van de eigenaar bij familiebedrijven met beperkte aansprakelijkheid. Dit verklaart het significante effect op de persoonlijke waarborgen.

Het niet significant zijn van de resultaten aangaande zakelijke waarborgen (ZAK_WB), kan verklaard worden door het feit dat alle familiebedrijven, ongeacht beperkt of onbeperkt aansprakelijk, dezelfde graad van zakelijke waarborgen moeten inbrengen. Zakelijke waarborg heeft mogelijk geen invloed op de aansprakelijkheid. De aansprakelijkheid betreft hier voornamelijk de privémiddelen die de financiële instelling kan opeisen. De financiële instellingen kunnen de familiebedrijven opdelen door middel van meer of minder persoonlijke waarborgen te eisen.

Kenmerken van de eigenaar

Met deze controlevariabele gaan we na of de leeftijd van de hoofdeigenaar (InC_OAGE) een determinant is waarmee de financiële instelling rekening houdt bij het al dan niet toekennen van een kredietlijn die gepaard gaat met onderpand. Algemeen kunnen we concluderen dat hoe ouder de hoofdeigenaar is, hoe minder waarborgen, hoe minder zakelijke waarborgen, en hoe minder persoonlijke waarborgen ingebracht moeten worden. Alle resultaten zijn significant. Het is een logische redenering indien we concluderen dat een oude eigenaar ook meer ervaring heeft dan een jonge eigenaar. Bijgevolg kunnen we eruit afleiden dat een financiële instelling mogelijk meer vertrouwen zal hebben in een familiebedrijf met een oudere hoofdeigenaar. Hieruit kan dan gesteld worden dat deze familiebedrijven minder waarborgvereisten moeten nakomen.

Financiële kenmerken

De variabele ROE geeft de financiële prestaties van het familiebedrijf weer. De financiële instelling zal deze cijfers in rekening brengen bij het al dan niet toekennen van een kredietlijn die gepaard gaat met onderpand. In geen enkel model kunnen we significante resultaten bekomen omtrent de

relatie tussen de financiële prestaties en het al dan niet inbrengen van waarborgen. Dit kan verklaard worden door het feit dat in de literatuur verondersteld wordt dat de financiële prestaties geen invloed hebben op het type van waarborgen (zakelijk of persoonlijk) die vereist worden (Harris, 2002). De financiële kenmerken kunnen wel een invloed hebben op het al dan niet toekennen van een krediet aan de familiebedrijven.

Sector

In de database zijn er een aantal sectoren waarin de familiebedrijven geklasseerd kunnen worden. We hebben de familiebedrijven ingedeeld in zes verschillende sectoren. Deze sectoren worden gemeten aan de hand van de dummy variabele D_SIC2R. We kunnen vaststellen of de sector niet zo'n significante rol speelt in de verschillende modellen. We kunnen enkel significant negatieve resultaten terugvinden bij de afhankelijke variabele PERS_WB.

In enkele modellen met als afhankelijke variabele PERS_WB blijkt de productiesector significant minder persoonlijke waarborgen te moeten inbrengen dan de dienstensector (opgelet: de laatste groep wordt als referentiecategorie genomen). Een logische verklaring hiervoor kan zijn dat de productiesector meer zakelijke waarborgen moet inbrengen omdat het over meer activa beschikt. Hieromtrent kunnen we geen significante resultaten terugvinden bij de afhankelijke variabele ZAK_WB. Een andere verklaring kan zijn dat de dienstensector niet over voldoende activa beschikt om zakelijke waarborgen aan te bieden, waardoor het ter compensatie persoonlijke waarborgen moet inbrengen. Opnieuw moeten we vermelden dat we geen significante resultaten aangaande zakelijke waarborgen kunnen terugvinden.

Er zijn slechts enkele significante resultaten terug te vinden wat er op kan wijzen dat de sector waarin het familiebedrijf zich bevindt, geen doorslaggevende determinant is. Het is dus mogelijk dat de financiële instelling geen belang hecht aan de sector waarin het familiebedrijf zich bevindt. Zo is het mogelijk dat de financiële instelling vooral kijkt naar het familiebedrijf zelf, zoals de prestaties in die bepaalde sector.

6.3 Robuustheidstesten

In deze paragraaf wordt de robuustheid van de modellen nagegaan. We hebben de robuustheid getest aan de hand van drie veranderingen. De eerste verandering betreft een verandering van de maatstaf lnASSETS naar de maatstaf lnWERKN. Deze regressietabellen zijn opgenomen in bijlage IV. De tweede verandering betreft een verandering van de maatstaf ROE naar de maatstaf ROA. Deze regressietabellen zijn opgenomen in bijlage V. De derde verandering betreft een verandering

van de maatstaf DB_SCORE naar de maatstaf FAILL en InC_FAGE. Hierover zijn geen tabellen opgenomen.

6.3.1 Grootte van het familiebedrijf (InWERKN in plaats van InASSETS)

We hebben ervoor geopteerd om de robuustheid van de modellen na te gaan. Om dit te doen, hebben we een andere maatstaf voor de grootte van het familiebedrijf genomen, namelijk het aantal werknemers (InWERKN).

Aangaande de afhankelijke variabelen WAARBORG, ZAK_WB, en PERS_WB zijn we tot de conclusie gekomen dat er niet veel wijzigingen optreden en zeker geen significante wijzigingen (bijlage IV). We zullen hier enkele wijzigingen bespreken. Algemeen kunnen we vaststellen dat de β -coëfficiënten kleine verschillen in absolute waarde vertonen, wat een logisch gevolg is van de verandering van variabele. Daarnaast kunnen we waarnemen dat er een aantal β -coëfficiënten een ander teken hebben. Dit kunnen we bijvoorbeeld zien in tabel IV.3, model 1, en variabele D_SIC2R(1). Deze verschillen in teken komen enkel voor bij niet-significante resultaten. Hieruit kunnen we dan ook concluderen dat het verschillende teken geen weerslag heeft op de huidige resultaten. Opmerkelijk is wel dat het teken van de variabele InWERKN in een aantal modellen veranderd is. Opnieuw kunnen we hierbij vermelden dat dit voorkomt bij niet-significante resultaten, waardoor dit geen effect heeft op het uiteindelijke resultaat. Ten slotte kunnen we vaststellen dat sommige variabelen significant worden. Zo kunnen we in tabel IV.1, model 2 en in tabel IV.3, model 2 en 3 zien dat de variabele D_SIC2R(2) significant wordt op een niveau van 0,1. Doordat dit slechts in 3 modellen voorkomt, heeft dit geen invloed op het totale beeld van de resultaten.

6.3.2 Financiële kenmerken (ROA in plaats van ROE)

Een tweede robuustheidsmodel bevat de maatstaf ROA in plaats van de maatstaf ROE. Hier gaan we de financiële prestaties meten aan de hand van de activa (ROA), in tegenstelling tot bij het huidige model waar we gebruik gemaakt hebben van het eigen vermogen (ROE).

Omtrent de afhankelijke variabelen WAARBORG, ZAK_WB, en PERS_WB kunnen we concluderen dat er geen significante wijzigingen voorkomen (bijlage V). We kunnen hier dezelfde soort veranderingen waarnemen zoals bij het robuustheidsmodel aangaande de grootte van het familiebedrijf in paragraaf 6.3.1. Zo zullen de β -coëfficiënten in absolute waarde veranderen. Daarnaast zullen een aantal variabelen een ander teken van hun β -coëfficiënt bekomen, zoals bijvoorbeeld in tabel V.1, model 2, variabele InASSETS. Ten slotte kunnen we zien dat het

significantieniveau van enkele variabelen daalt in de robuustheidsmodellen, zoals bijvoorbeeld in tabel V.1, model 4, variabele DB_SCORE(3). Opnieuw kunnen we bij alle wijzigingen aangeven dat het gaat om niet-significante resultaten, waardoor het totaalbeeld onveranderd en robuust blijft.

We kunnen uit de resultaten afleiden dat de variabelen ROE en ROA een zeer minieme invloed hebben op de graad van waarborgverlening. Hieruit kunnen we afleiden dat het mogelijk is dat de financiële ratio's eerder een invloed hebben op het al dan niet toekennen van een kredietlijn, en bijgevolg geen invloed zullen hebben op de kans tot het aangaan van een bankkrediet waarvoor zakelijke of persoonlijke waarborgen geboden worden (Harris, 2002).

Naast de verandering van de waarden van de variabelen, kunnen we ook een zeer kleine verandering van de Naegelkerke R^2 waarnemen. De Naegelkerke R^2 gaat na in welke mate de opgenomen variabelen een volledig beeld geven van de mogelijke invloeden op de afhankelijke variabele. Zo zal er een kleine daling zijn in de robuustheidsmodellen, uitgezonderd bij de afhankelijke variabele PERS_WB. Dit wijst erop dat de opgenomen variabelen in het huidige model een vollediger beeld geven van de invloed op de afhankelijke variabelen.

6.3.3 Kwaliteit van het familiebedrijf (FAILL of InC_FAGE in plaats van DB_SCORE)

Aangaande de kwaliteit van het familiebedrijf hebben we ook enkele robuustheidstesten gedaan. Hierover worden geen tabellen opgenomen. We hebben tot tweemaal toe een andere maatstaf gekozen omtrent de kwaliteit van het familiebedrijf. Zo hebben we de maatstaf DB_SCORE achtereenvolgens vervangen door de maatstaf FAILL en de maatstaf InC_FAGE.

De maatstaf FAILL gaat na of het familiebedrijf of de hoofdeigenaar gedurende de laatste zeven jaar failliet verklaard geweest is. De maatstaf InC_FAGE gaat na hoeveel jaren het familiebedrijf in handen is van de huidige eigenaars. De invloed van deze maatstaven heeft geen significante invloed op de resultaten aangaande de belangrijkste determinanten, namelijk het management, de eigendom en de generatie. We kunnen hier enkel vaststellen dat de β -coëfficiënt verandert en enkele resultaten van teken veranderen. Het betreft hier enkel niet significante veranderingen. Aangaande de andere variabelen kunnen we wel enkele significante veranderingen aantreffen. Deze laatste groep variabelen zijn niet het hoofddoel van deze masterproef, waardoor we kunnen concluderen dat de DB_SCORE als maatstaf voor de kwaliteit van het familiebedrijf voldoende robuust is.

Uit de drie robuustheidsmodellen kunnen we besluiten dat het huidige model robuust is. We kunnen geen resultaten terugvinden in de robuustheidsmodellen die een hoger significantieniveau hebben dan in het huidig model.

HOOFDSTUK 7: EINDCONCLUSIE

Met deze masterproef hebben we getracht een antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag: "Welke soorten familiebedrijven moeten welke vormen van waarborgen verlenen bij het bekomen van kredietlijnen?". Om hierop te kunnen antwoorden hebben we enerzijds een uitgebreide literatuurstudie en anderzijds een empirisch onderzoek uitgevoerd. De literatuurstudie diende als basis voor het empirisch onderzoek. Aan de hand van het empirisch onderzoek werden een aantal hypothesen, die in de literatuurstudie geformuleerd werden, getest en besproken. Het volledige empirisch onderzoek is gebaseerd op Amerikaanse familiebedrijven, waardoor we de resultaten in de Amerikaanse context moeten interpreteren. De conclusies die hieruit voortvloeien, worden in dit hoofdstuk samengevoegd.

De literatuurstudie hebben we opgebouwd aan de hand van twee centrale theorieën, namelijk de agency theorie en de stewardship theorie. Vanuit deze twee theorieën hebben we de verschillende deelvragen omtrent het management, de eigendom, de generatie, en de algemene determinanten gekaderd binnen de waarborgverlening.

Aangaande het management hebben we ons de vraag gesteld of er een wezenlijk verschil is tussen een familiale en externe CEO in de mate waarin deze waarborgen moet inbrengen bij het aangaan van krediet. In de literatuur konden we geen eensgezind antwoord terugvinden. Zo zal een familiale CEO een zeer goede kennis van het familiebedrijf bezitten, waardoor deze mogelijk beter kan presteren omwille van de verbondenheid met het familiebedrijf. Daarentegen kan een familiale CEO problemen ondervinden omtrent familiale aspecten, zoals de tewerkstelling van familieleden. Eenzelfde redenering kunnen we volgen bij een externe CEO. Een externe CEO zal een objectievere kijk en een bredere kennis bezitten. Daarentegen heeft hij niet die specifieke kennis over de familie die een familiale CEO wel bezit. Deze conclusies in de literatuur kunnen we doortrekken naar het eigen empirisch onderzoek waar we ook geen eenduidig antwoord terugvinden. Hieruit kunnen we afleiden dat de verschillende voor- en nadelen van een familiale en externe CEO verschillende mogelijke invloeden kunnen hebben op de kijk van de financiële instelling op het familiebedrijf.

We kunnen ons de vraag stellen of de Amerikaanse financiële instellingen zich vooral focussen op het feit of er een familiale of externe CEO aanwezig is. Uit het empirisch onderzoek kunnen we afleiden dat het mogelijk is dat Amerikaanse financiële instellingen vooral gericht zijn op de objectieve kenmerken van de familiebedrijven, zoals de kwaliteit van het familiebedrijf (deze heeft wel een eenduidig resultaat). Daarnaast is het mogelijk dat de Amerikaanse financiële instellingen geen belangrijke verschillen vinden in de doelstellingen van een familiale (familiale doelstellingen) en externe (financiële doelstellingen) CEO. Er is dus een grote kans dat zowel een familiale als externe CEO zowel familiale als financiële doelstellingen nastreeft. Bijgevolg kan er geen conclusie

gemaakt worden omtrent de graad van waarborgverlening die familiebedrijven met een familiale of externe CEO moeten aanbieden. Zo zullen bepaalde familiebedrijven een lage graad van waarborgen moeten inbrengen, terwijl gelijkaardige familiebedrijven mogelijk een hogere graad van waarborgen moeten inbrengen.

Aangaande de eigendom hebben we ons de vraag gesteld of er een verschil, in de graad van waarborgverlening, is tussen een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur en een familiebedrijf met een verspreide eigendomsstructuur. Hieromtrent vonden we in de literatuur een meer uitgesproken uitkomst dan bij de CEO kwestie. Uit de literatuur blijkt dat een geconcentreerde eigendomsstructuur over het algemeen minder agency problemen kan veroorzaken dan het geval is bij een verspreide eigendomsstructuur. Zo zal een eigenaar, die het grootste gedeelte van de eigendom in handen heeft, een grotere verbondenheid met het familiebedrijf ondervinden. Deze persoon heeft namelijk een groot deel van zijn kapitaal geïnvesteerd en wil ervoor zorgen dat dit niet verloren gaat. Bijgevolg zal deze persoon er alles aan doen om steeds de meest optimale beslissingen te nemen. Onze resultaten tonen ook aan dat een familiebedrijf met een geconcentreerde eigendomsstructuur een lagere graad van waarborgen moet inbrengen. Daarnaast tonen onze resultaten ook aan dat een familiebedrijf met een verspreide eigendomsstructuur een lagere graad van waarborgen moet inbrengen, terwijl dit resultaat niet altijd bevestigd wordt door de literatuur. Door deze twee tegengestelde resultaten kunnen we aannemen dat familiebedrijven met een sterk geconcentreerde of sterk verspreide eigendomsstructuur een lagere graad van waarborgen moet inbrengen dan familiebedrijven waarvan de eigendom verdeeld is tussen bijvoorbeeld drie eigenaars die elk 33,33% bezitten. Hieruit kunnen we afleiden dat de aangehaalde agency problemen mogelijk een grotere uitwerking hebben op familiebedrijven waarbij de eigendom verdeeld is onder enkele eigenaars die geen van alle een voldoende groot deel bezitten om de controle te hebben over het familiebedrijf.

We zijn ook nagegaan wat de invloed op de graad van waarborgverlening is van een familiebedrijf waarbij een familiale CEO tewerkgesteld is en de eigendom in handen is van slechts één persoon. In de literatuur wordt vaak aangehaald dat een familiebedrijf met een familiale CEO en één eigenaar minder agency problemen kan veroorzaken, waardoor het mogelijk een lagere graad van waarborgverlening moet inbrengen. Toch moet er rekening gehouden worden met het feit dat dit niet altijd het meest optimale resultaat geeft. In ons empirisch onderzoek kunnen we dit ook terugvinden. Zo kunnen we niet met zekerheid vaststellen dat een familiebedrijf met een familiale CEO en één eigenaar een lagere graad van waarborgen moet inbrengen. Dit is mogelijk omdat er nog andere vormen zijn, zoals het 'cousin consortium', die ook goede resultaten kunnen bekomen.

Aangaande de generatie hebben we ons de vraag gesteld of er een verschil is tussen eerste en tweede generatie familiebedrijven omtrent de graad van waarborgverlening bij het aangaan van een krediet. In de literatuur wordt duidelijk aangegeven dat eerste generatie familiebedrijven een

lagere graad van waarborgen moeten inbrengen. Zo zal een financiële instelling meer vertrouwen hebben in een oprichter dan in een opvolger. De opvolger beschikt, volgens de financiële instelling, niet altijd over de nodige kennis om een familiebedrijf te leiden. Deze onzekerheid voor de financiële instelling zorgt ervoor dat een tweede generatie familiebedrijf een hogere graad van waarborgen moet inbrengen. Opmerkelijk is dat we in ons empirisch onderzoek een tegengesteld resultaat bekomen zijn. Zo zullen tweede generatie familiebedrijven minder zakelijke waarborgen moeten inbrengen dan eerste generatie familiebedrijven. Dit is mogelijk omwille van de hogere leeftijd van een tweede generatie familiebedrijf, waardoor het een vertrouwensrelatie kan opgebouwd hebben met de financiële instelling. Daarnaast is het mogelijk dat de ongelijke verdeling van eerste (1043) en tweede (102) generatie familiebedrijven ervoor gezorgd heeft dat de resultaten geen correcte weergave geven van de werkelijkheid. Deze ongelijke verdeling kan er ook voor gezorgd hebben dat de generatie slechts een beperkte invloed heeft op de graad van waarborgverlening.

Aangaande deze drie kenmerken van familiebedrijven kunnen we concluderen dat het management en de generatie een beperkte invloed hebben op de graad van waarborgverlening. Het is mogelijk dat deze kenmerken niet van doorslaggevende aard zijn. Daarentegen kunnen Amerikaanse financiële instellingen meer gericht zijn op de persoonlijke welvaart van de eigenaar, waardoor de andere kenmerken van ondergeschikt belang zijn.

Daarnaast hebben we nog enkele meer algemene determinanten opgenomen die wel een invloed hebben op de mate waarin er waarborgen ingebracht moeten worden door de familiebedrijven. Deze determinanten zijn ook al vaker getest in andere studies. Zo zullen kwaliteitsvolle familiebedrijven een lagere graad van waarborgverlening moeten inbrengen dan risicovollere familiebedrijven. Dit resultaat wordt ook bevestigd in de literatuur. Daarnaast zal de grootte van de kredietlijn een invloed hebben op de graad van waarborgverlening. Zo zal een groter bedrag van de kredietlijn ervoor zorgen dat familiebedrijven een hogere mate van waarborgen moeten inbrengen. Dit resultaat wordt opnieuw bevestigd in de literatuur. De aansprakelijkheid van de eigenaars in een familiebedrijf heeft een grote invloed op de mate waarin er persoonlijke waarborgen vereist worden door de financiële instelling. Zo zal een familiebedrijf waarin de eigenaars onbeperkt aansprakelijk zijn, minder persoonlijke waarborgen moeten inbrengen. De financiële instelling heeft namelijk de kans om bij een eventueel faillissement de privébezittingen op te eisen van de onbeperkt aansprakelijke eigenaars. Bijgevolg is het niet nodig om persoonlijke waarborgen te eisen. De leeftijd van de hoofdeigenaar blijkt uit ons empirisch onderzoek ook een belangrijke determinant van de waarborgverlening aan familiebedrijven te zijn. Zoals ook uit de literatuur blijkt, zal een oudere hoofdeigenaar ervoor kunnen zorgen dat het familiebedrijf minder waarborgen moet inbrengen. Aangaande de grootte van het familiebedrijf, de financiële prestaties, en de sector waarin het familiebedrijf actief is, kunnen we geen invloed op de graad van waarborgverlening terugvinden, alhoewel dit niet altijd blijkt uit de literatuur.

7.1 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Algemeen kunnen we besluiten dat het management en de generatie weinig of geen invloed hebben op de graad van waarborgverlening bij het aangaan van kredieten door familiebedrijven. We kunnen ons dan ook de vraag stellen of er andere determinanten zijn die meer invloed kunnen hebben op de graad van waarborgverlening en die dan ook voor verder onderzoek gebruikt kunnen worden. Zo is het mogelijk dat de welvaart van de eigenaar een belangrijke rol kan spelen op de graad van persoonlijke waarborgen. Indien de eigenaar zelf persoonlijke middelen kan inbrengen als waarborg, heeft deze een voordeel ten opzichte van andere eigenaars die daar de middelen niet voor hebben. Een andere mogelijkheid om te onderzoeken is de samenstelling van het volledige managementteam. In deze masterproef hebben we enkel gekeken naar de CEO, maar er zouden mogelijk andere resultaten gevonden kunnen worden indien de samenstelling (familiaal of extern) van het volledige managementteam opgenomen kan worden. Dan kan er nagegaan worden of de volledige leiding in handen is van familieleden of dat er ook nog externen aanwezig zijn.

Verder onderzoek kan ook nagaan of er een verband bestaat tussen zakelijke en persoonlijke waarborgen. Dit kan men doen door de determinanten te testen op zakelijke waarborgen ten opzichte van persoonlijke waarborgen. Zo kunnen bepaalde determinanten eerder persoonlijke dan zakelijke waarborgen eisen. Deze resultaten kunnen veel bijbrengen in de praktijk.

LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN

- Aernoudt, R. (2005). *Basel II: Hoe er voordeel uit halen? Praktische gids voor ondernemingen en banken*. Antwerpen-Oxford: Intersentia.
- Agyris, C. (1964). *Integrating the individual and the organization*. New York: Wiley.
- Aldrich, H. E., & Cliff, J. E. (2003). The pervasive effects of family on entrepreneurship: Toward a family embeddness perspective. *Journal of Business Venturing, 18*, 573-596.
- Altman, E. I., Haldeman, G., & Narayanan, P. (1977). Zeta analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations. *Journal of Banking and Finance, 1*, 29-54.
- 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. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly, 49*, 209-237.
- Anderson, D. R., Sweeney, D. J., & Williams, T. A. (2003). *Statistiek voor economie en bedrijfskunde*. Schoonhoven: Academic Service.
- Ang, J. S. (1992). On the theory of finance for privately held firms. *Journal of Small Business Finance, 1*, 185-203.
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Wuh Lin J. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance, 55*, 81-106.
- Aronoff, C. E. (1998). Megatrends in family business. *Family Business Review, 11*, 181-192.
- Autio, E., & Mustakallio, M. (2003). *Family firm internalization: A model of family firm generational succession and internalization strategic postures*. Philadelphia: University of Pennsylvania.
- Avery, R., Bostic, R., & Samolyk, K. (1998). The role of personal wealth in small business finance. *Journal of Banking and Finance, 22*, 1019-1061.
- Baas, T., & Schrooten, M. (2007). Relationship banking and SMEs: a theoretical analysis. *Small Business Economics, 27*, 127-137.
- Bank for International Settlements. (2004). *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*. Basel: BIS
- Beckhard, R. W., & Dyer, W. G. Jr. (1983). Managing continuity in the family owned business. *Organisational Dynamics, summer*, 5-12.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., 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*, 647-691.
- Berger, A. N., Klapper, N., & Udell, G. F. (2001). The ability of banks to lend to informationally opaque small businesses. *Journal of Banking and Finance, 25*, 2127-2167.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1990). Collateral, loan quality, and bank risk. *Journal of Monetary Economics, 25*, 21-42.

- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*, 68, 351-381.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 1-52.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (2005). Small business and debt finance. In Z. J. Acs and D. B. Audretsch (Eds.), *Handbook of Entrepreneurship Research* (pp. 299-328). Boston, IL: Kluwer Academic.
- Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K. & Shoar, A. (2005). Mixing Family with Business: A study of Thai Business Groups and the Families behind Them. *Unpublished*. University of Chicago.
- Besanko, D., & Thakor, A. (1987). Collateral and rationing: sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets. *International Economic Review*, 28, 671-689.
- 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, 887-899.
- Birley, S., Ng, D., & Godfrey, A. (1999). The family and the business. *Long Range Planning*, 32, 598-608.
- Black, J., de Meza, D., & Jeffrey, D. (1996). House prices, the supply of collateral and the enterprise economy. *The Economic Journal*, 106, 60-75.
- Blanchard, L., Zhao, B., & Yinger, J. (2008). Do lenders discriminate against minority and women entrepreneurs? *Journal of Urban Economics*, 63, 467-497.
- Blondell, C., Carlock, R. S., & Van der Heyden, L. (2000). Fair process: seeking justice in family firms. In P. Poutziourouris (Eds.), *Tradition or Enterprise in the New Economy?* (pp. 33-46). Manchester: The University of Manchester Business School.
- Bodenhorn, H. (2003). *State Banking in Early America: A new economic history*. New York: Oxford University Press.
- Booth, J. R., & Booth, L. C. (2006). Loan collateral decisions and corporate borrowing costs. *Journal of Money*, 38, 67-90.
- Brau, J. C. (2002). Do banks price owner-manager agency costs? An examination of small business borrowing. *Journal of Small Business Management*, 40, 273-286.
- Brick, I. E., & Palia, D. (2007). Evidence on the jointness in the terms of relationship lending. *Journal of Financial Intermediation*, 16, 452-476.
- Buchanan, J. M. (1975). The Samaritan's Dilemma. In E. S. Phelps (Eds.), *Altruism, Morality and Economic Theory*. New York: Russell Sage Foundation.
- Burkart, M., Panunzi, F., & Schleifer, A. (2003). Family firms. *Journal of Finance*, 58, 2167-2202.
- Cabrera-Suarez, K., Saa-Perez, P. D., & Almeida, D. G. (2001). The succession process from a resource-and knowledge-based view of the family firm. *Family Business Review*, 14, 37-47.

- Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, 249-266.
- Carter, S., & Rosa, P. (1998). The financing of male- and female-owned business. *Entrepreneurship & Regional Development*, 10, 225-241.
- Casson, M. (1982). *The Entrepreneur: An economic theory*. Oxford: Martin Robertson.
- Casson, M., (1999). The economics of the family firm. *Scandinavian Economic History Review*, 47, 10-23.
- Ceysens, P. (2008). *Witboek Familiebedrijven*. Vlaamse overheid
- Chakraborty, A., & Hu, C. (2006). Lending relationships in line-of-credit and nonline-of-credit loans: evidence from collateral use in small business. *Journal of Financial Intermediation*, 15, 86-107.
- Chami, R. (1999). *What's Different About Family Businesses?* Unpublished working paper. Indiana and Washington DC: University of Notre Dame and the International Monetary Fund.
- Chan, Y. S., & Thakor, A. V. (1987). Collateral and competitive equilibria with moral hazard and private information. *Journal of Finance*, 42, 345-363.
- Chan, Y. S., & Kanatas, G. (1985). Asymmetric valuations and the role of collateral in loan agreements. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 17, 84-95.
- Chandler, A. (1990). *Scale and scope*. New York: Free Press.
- Chen, Y. (2006). Collateral, loan guarantees, and the lenders' incentives to resolve financial distress. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 46, 1-15.
- Chua, J., Chrisman, J., & Bergiel, E. (2009). An Agency Theoretic Analysis of the Professionalized Family Firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33, 355-372.
- Chua, J., Chrisman, J., & Litz, R. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, 335-354.
- Chua, J., Chrisman, J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 19-39.
- Chua, J., Chrisman, J., & Sharma, P. (2003). Succession and nonsuccession concerns of family firms and agency relationship with nonfamily managers. *Family Business Review*, 16, 89-107.
- Churchill, N. C., & Hatten, K. J. (1987). Non-market based transfers of wealth and power. A research framework for family business. *American Journal of Small Business*, 11, 51-64.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57, 2471-2771.
- 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". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, 355-362.
- 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., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L., (2000). Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate pay out policy: a study of the times mirror company. *Journal of Financial Economics*, 56, 153-207.
- Degryse, H., & Van Cayseele, P. (2000). Relationship lending within a bank-based system: evidence from European small business data. *Journal of Financial Intermediation*, 9, 90-109.
- Dertouzos, M. L., Lester, R. K., & Solow, R. M. (1989). *Made in America: Regaining the productive edge*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Diamond, D. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97, 828-860.
- Donaldson, L. & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49-65.
- Donnelley, R. G. (1964). The family business. *Harvard Business Review*, 42, 93-105.
- Dyer, W.G. (1988). Integrating professional management into a family owned business. *Family Business Review*, 1, 221-235.
- Eddleston, K. A., & Kellermans, F. W. (2007). Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. *Journal of Business Venturing*, 22, 545-565.
- Ellington, E., & Deane, R. (1996). TQM adoption practices in the family owned business. *Family Business Review*, 9, 5-14.
- Eshel, I., Samuelson, L., & Shaked, A., (1998). Altruists, egoists, and hooligans in a local interaction model. *American Economic Review*, 88, 157-179.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1893). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Fiegenger, M. K., Brown, B. M., Prince, R., & File, K. (1994). A comparison of successor development in family and non-family businesses. *Family Business Review*, 7, 313-329.
- Gersick, K. E., Davis, J., Hampton, M. M., & Landsberg, I. (1997). *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Gimeno Sanding, A. G., Labadie, G. J., Saris, W., & Mayordomo, X. M. (2006). Internal factors of family business performance: an integrated theoretical model. In P. Z. Poutziouris, K. X. Smyrniotis, & S. B. Klein (Eds.), *Handbook of research on family business* (pp. 145-164). Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
- Gomez-Mejia, L., Nuñez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44, 81-95.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic econometrics*. The McGraw-Hill, New-York.
- Gupta, S., & Romano, R. E. (1998). Monitoring the principal with multiple agents. *Rand Journal of Economics*, 29, 427-442.

- Handler, W. C. (1991). Key interpersonal relationships of next-generation family members in family firms. *Journal of Small Business Management*, 29, 21-32.
- Hansmann, H. (1996). *The ownership of Enterprise*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Harhoff, D., & Körting, T. (1998). Lending relationships in Germany – Empirical evidence from survey data. *Journal of Banking and Finance*, 22, 1317-1353.
- Harris, J. T. (2002). Bridge financing over troubled waters. *Journal of Private Equity*, 6, 59-64.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46, 297-355.
- Hernández-Cánovas, G., & Martínez-Solano, P. (2007). Effect of the number of banking relationships on credit availability: evidence from panel data of Spanish small firms. *Small Business Economics*, 28, 37-53.
- Ibrahim, A. B., Soufani, K., & Lam, J. (2000). Quebec Inc: A study of succession in a family firm. In P. Poutzouris (Eds.), *Tradition or Enterprise in the New Economy?* (pp. 137-149). Manchester: The University of Manchester Business School.
- Jackson, T. H., & Kronman, A. T. (1979). Secured Financing and priorities among creditors. *The Yale Law Journal*, 88, 1143-1182.
- Jaffe, D. T., & Lane, S. H. (2004). Sustaining a family dynasty: Key issues facing complex multigenerational business- and investment-owning families. *Family Business Review*, 69, 85-98.
- Jaffee, D. & Stiglitz, J. (1990). Credit rationing. In B. M. Friedman & F. H. Hahn (Eds.), *Handbook of monetary economics* (pp. 838-885). Elsevier Science Publishers BV.
- Jensen, M. (1998). Self-interest, altruism, incentives, and agency. *Foundations of Organizational Strategy*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jiménez, G., Salas, V., Saurina, J. (2006). Determinants of collateral. *Journal of Financial Economics*, 81, 255-281.
- Jiménez, G., & Saurina, J. (2004). Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk. *Journal of Banking and Finance*, 28, 2191-2212.
- Johannisson, B., & Huse, M. (2000). Recruiting outside board members in het small family business: an ideological challenge, *Entrepreneurship & Regional Development*, 12, 353-378.
- Johnson, B., Magee, R., Nagarajan, N., & Newman, H. (1985). An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths: implications for the management labor market. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 151-174.
- Kellermanns, F. W., & Eddleston, K. A. (2006). Corporate entrepreneurship in family firms: A family perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30, 809-830.
- Kepner, E. (1991). The family and the firm: A coevolutionary perspective. *Family Business Review*, 4, 445-461.

- Kesner, I. F., & Dalton, D. R., (1994). Top management turnover and CEO succession: an investigation of the effects of turnover on performance. *Journal of Management Studies*, 31, 701-713.
- Koning, P. K. G., & Scholtens, L. J. R. (1996). Kredietrantsoenering en leenfaciliteiten. *Maandschrift Economie*, 60, 139-154.
- Lambrecht, J., & Lievens, J. (2008). Pruning the family tree: an unexplored path to family business continuity and family harmony. *Family Business Review*, 21, 295-313.
- Lank, A., Owens, R., Martinez, J. L., & Riedel, H. (1994). The state of family businesses in various countries around the world. *The Family Business Network Newsletter*, 9, 3-7.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Schleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- Lansberg, I. (1999). *Succeeding generations: Realizing the dream of families in business*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Leeth, J. D., & Scott, J. A. (1989). The incidence of secured debt: Evidence from small business community. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, 379-394.
- Levinson, H. (1971). Conflicts that plague family business. *Harvard Business Review*, 49, 90-98.
- Lievens, J. (2004). *Governance in het familiebedrijf*. Tielt: Lannoo.
- Lubatkin, M., Schulze, W. S., Ling Y., & Dino, R. N. (2005). The effect of parental altruism in the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior*, 26, 313-330
- Lunati, M. T. (1997). *Ethical Issues in Economics: From Altruism to Cooperation to Equity*. London: Macmillan Press.
- Machauer, A., & Weber, M. (1998). Bank behavior based on internal credit ratings of borrowers. *Journal of Banking & Finance*, 22, 1355-1383.
- Mann, R. J. (1997a). Explaining the pattern of secured debt. *Harvard Law Review*, 110, 625-683.
- Mann, R. J. (1997b). The role of secured credit in small-business lending. *Georgetown Law Journal*, 86, 1-44.
- Manove, M., & Padilla, A. J. (1999). Banking (conservatively) with optimists. *RAND Journal of Economics*, 30, 324-350.
- Manove, M., Padilla, A. J., & Pagano, M. (2001). Collateral versus project screening: a model of lazy banks. *RAND Journal of Economics*, 32, 726-744.
- McCann, J. E., Leon-Guerrero, A. Y., J. D. (2001). Strategic goals and practices of innovative family business. *Journal of Small Business Management*, 39, 50-59.
- McConaughy, D. L., & Phillips, G. M. (1999). Founders versus descendents: The profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public, founding-family-controlled firms. *Family Business Review*, 12, 123-131.
- Miller, D. (1983). The correlates of entrepreneurship in three types of firms. *Management Science*, 29, 770-791.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2005). *Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family business*. Boston, MA: Harvard Business School Press.

- Montemerlo, D. (2005). *Family ownership: Boost or obstacle to growth?* Paper presented at the FBN-Ifera World Academic Research Forum, EHSAL, Brussels.
- Morck, R. K., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.
- Morck, R. K., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27, 367-382.
- Morris, M.H. (1998). *Entrepreneurial intensity*. Westport, CT: Quorum Books.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Neubauer, F., & Lank, A. G. (1998). *The Family Business – Its Governance for Sustainability*. London: Macmillan Press.
- Ongena, S., & Smith, D. C. (2001). The duration of bank relationships. *Journal of Financial Economics*, 61, 449-475.
- Pérez-González, F. (2006). Inherited control and firm performance. *American Economic Review*, 96, 1559-1588.
- Perrow, C. (1986). *Complex organizations*. New York: Random House.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). Benefits of lending relationships: evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49, 3-37.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1995). The effect of credit market competition on lending relationships. *Quarterly Journal of Economics*, 110, 407-443.
- Pierce, J. L., Kostova, T., & Dirks, K. T. (2001). Toward a theory of psychological ownership. *Academy of Management Review*, 26, 298-310.
- Poza, E. J. (1989). *Smart growth: Critical choices for business continuity and prosperity*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Poza, E. J. (2007). *Family business*. United States: Thomson South-Western Mason.
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt. *Journal of Finance*, 47, 1367-1400.
- Rajan, R. G., & Winton, A. (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor. *Journal of Finance*, 50, 1113-1146.
- Salvato, C. (2004). Predictors of entrepreneurship in family firms. *Journal of Private Equity*, 7, 68-76.
- Scott, J. H. (1977). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *Journal of Finance*, 32, 21-48.
- Scott, J. H. (1979). Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure: Reply. *Journal of Finance*, 34, 253-260.
- Schulze, W., Lubatkin, M., & Dino, R. (2002). Altruism, agency and the competitiveness of family firms. *Journal of Managerial and Decision Economics*, 23, 247-259.

- Schulze, W., Lubatkin, M., & Dino, R. (2003a). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, *46*, 179-194.
- Schulze, W., Lubatkin, M., & Dino, R. (2003b). Toward a theory of agency and altruism in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, *12*, 99-116.
- Schulze, W., Lubatkin, M., Dino, R., & Buchholtz, A. (2001). Agency relationships in family firms. *Organization Science*, *12*, 99-116.
- Sharma, P. (2004). An overview of the field of family business studies: current status and directions for the future. *Family Business Review*, *17*, 1-36.
- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (1997). Strategic management of the family business: past research and future challenges. *Family Business Review*, *10*, 1-35.
- Sharpe, S. (1990). Asymmetric information, bank lending and implicit contract: a stylized model of customer relationships. *Journal of Finance*, *45*, 1069-1087.
- Shepherd, D. A., & Zacharakis, A. (2000). Structuring family business succession – an analysis of the future leader's decision making. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *24*, 25-39.
- Simon, H. A. (1993). Altruism and economics. *American Economic Review*, *83*, 156-161.
- Smith, J. K., & Smith, R. L. (2000). *Entrepreneurial finance*. New York: Wiley.
- Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: an analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, *7*, 117-162.
- Sonfield, M. C., & Lussier, R. N. (2004). First-, second-, and third-generation family firms: A comparison. *Family Business Review*, *17*, 189-202.
- Stark, O., & Falk, I. (1998). Transfers, Empathy Formation, and Reverse Transfers. *American Economic Review*, *88*, 271-276.
- Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009a). Private Family Ownership and the Agency Costs of Debt. *Family Business Review*, *22*, 333-346.
- Steijvers, T., Voordeckers, W. (2009b). Collateral and credit rationing: a review of credit empirical studies as a guide for future research. *Journal of Economic Survey*, *23*, 924-946.
- Steijvers, T., Voordeckers, W., & Mercken, R. (2004). Kredietrantsoenering en evoluties in de kredietverlening: een theoretische analyse. *Tijdschrift voor economie en management*, *49*, 105-135.
- Steijvers, T., Voordeckers, W., & Vanhoof, K. (2010). Collateral, relationship lending and family firms. *Small Business Economics*, *34*, 243-259.
- Stewart, A. (2003). Help one another, use one another: Toward an anthropology of family business. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, *27*, 383-396.
- Stiglitz, J. , Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, *71*, 393-410.
- Stoy Hayward. (1989). *Staying the course: Survival characteristics of the family owned business*. London: Stoy Hawyard.

- Stulze, R. M., & Johnson, H. (1985). An Analysis of Secured Debt. *Journal of Financial Economics*, 14, 501-521.
- Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent attributes to the family firm. *Family Business Review*, 9, 199-208.
- Upton, N., Teal, E. J., & Felan, J. T. (2001). Strategic and business planning practices of fast growth family firms. *Journal of Small Business Management*, 39, 60-72.
- Vago, M. (2004). Integrating change management: Challenges for family business clients and consultants. *Family Business Review*, 17, 71-80.
- Verheul, I., & Thurik, R. (2001). Start-up capital: Does gender matter? *Small Business Economics*, 16, 329-345.
- Villalonga, B., & Amit R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Voordeckers, W., & Steijvers, T. (2006). Business collateral and personal commitments in SME lending. *Journal of Banking and Finance*, 30, 3067-3086.
- Ward, J. L. (1987). *Keeping the Family Business Healthy: How to Plan for continuous Growth, Profitability, and Family Leadership*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Ward, J. L. (1997). Growing the family business: Special challenges and best practices. *Family Business Review*, 10, 323-337.
- Westhead, P. (1997). Ambitions, 'external' environment and strategic factor differences between family and non-family companies. *Entrepreneurship & Regional Development*, 9, 127-157.
- Westhead, P., & Howorth, C., (2006). Ownership and management issues associated with family firm performance and company objectives. *Family Business Review*, 19, 301-316.
- Westhead, P., & Howorth, C. (2007). Types of private family firms: An exploratory conceptual and empirical analysis. *Entrepreneurship & Regional Development*, 19, 405-431.
- Westhead, P., Howorth, C., & Cowling, M. (2002). Ownership and management issues in first generation and multi-generation family firms. *Entrepreneurship and Regional Development*, 14, 247-269.
- Wiseman, R. M., & Gomez-Mejia, L. R. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy of Management Review*, 25, 133-152.
- Zahra, S. A. (1995). Corporate entrepreneurship and company performance: The case of management leveraged buyouts. *Journal of Business Venturing*, 10, 225-247.
- Zahra, S. A. (2003). Ownership involvement and international expansion: an empirical test of the stewardship theory among family firms. *Journal of Business Venturing*, 18, 495-512.
- Zahra, S. A., Hayton, J. C., & Salvato, C. (2004). Entrepreneurship in family vs. non-family firms: A resourcebased analysis of the effect of organizational culture. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, 363-381.
- Zahra, S. A., Neubaum, D. O., & Huse, M. (2000). Entrepreneurship in medium-size companies: Exploring the effects of ownership and governance systems. *Journal of Management*, 26, 947-976.

Websites

Definitie ROE, opgevraagd op 28 maart 2011, van de volgende website:
<http://www.investopedia.com/terms/r/returnequity.asp>

Definitie ROA, opgevraagd op 28 maart 2011, van de volgende website:
<http://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>

Opdeling SIC-codes, opgevraagd op 28 maart 2011, van de volgende website:
<http://www.gti.net/njchamber/index-sic.htm>

Bijlagen

BIJLAGEN

Bijlage I: definities van familiebedrijven

Bijlage II: management- en eigendomsvormen

Bijlage III: two digit sic code

Bijlage IV: robuustheidstest grootte van het familiebedrijf

Bijlage V: robuustheidstest financiële kenmerken

Bijlage I: definities van familiebedrijven (*Chua et al., 1999, pp. 21*)

Definitions of Family Business in the Literature

| Author(s) | Definition |
|--|---|
| Alcorn, 1982 | a profit-making concern that is either a proprietorship, a partnership, or a corporation. If part of the stock is publicly owned, the family must also operate the business (p. 230) |
| Babicky, 1987 | is the kind of small business started by one or a few individuals who had an idea, worked hard to develop it, and achieved, usually with limited capital, growth while maintaining majority ownership of the enterprise (p. 25) |
| Barnes & Hershon, 1976 | Controlling ownership is rested in the hands of an individual or of the members of a single family (p. 106) |
| Bernard, 1975 | an enterprise which, in practice, is controlled by the members of a single family (p. 42) |
| Carsrud, 1994 | closely-held firm's ownership and policy making are dominated by members of an "emotional kinship group" (p. 40) |
| Churchill & Hatten, 1993 | what is usually meant by family business is either the occurrence or the anticipation that a younger family member has or will assume control of the business from the elder (p. 52) |
| Davis, 1983 | are those whose policy and direction are subject to significant influence by one or more family units. This influence is exercised through ownership and sometimes through the participation of family members in management (p. 47) |
| Davis & Tagiuri, 1985 | a business in which two or more extended family members influence the direction of the business (quoted in Rothstein, 1992) |
| Donckels & Frohlich, 1991 | if family members own at least 60 percent of the equity (p. 152) |
| Donnelley, 1964 | when it has been closely identified with at least two generations of a family and when this link has had a mutual influence on company policy and on the interests and objectives of the family (p. 94) |
| Dreux, 1990 | are economic enterprises that happen to be controlled by one or more families (that have) a degree of influence in organizational governance sufficient to substantially influence or compel action (p. 226) |
| Gallo & Sveen, 1991 | a business where a single family owns the majority of stock and has total control (p. 181) |
| Handler, 1989 | an organization whose major operating decisions and plans for leadership succession are influenced by family members serving in management or on the board (p. 262) |
| Holland & Oliver, 1992 | any business in which decisions regarding its ownership or management are influenced by a relationship to a family or families (p. 27) |
| Lansberg, Perrow, Rogolsky (1988) | a business in which members of a family have legal control over ownership (p. 2) |
| Leach, et al (1990) | a company in which more than 50 percent of the voting shares are controlled by one family, and/or a single family group effectively controls the firm, and/or a significant proportion of the firm's senior management is members from the same family (quoted by Astrachan, 1993, pp. 341-342) |
| Lyman, 1991 | the ownership had to reside completely with family members, at least one owner had to be employed in the business, and one other family member had either to be employed in the business or to help out on a regular basis even if not officially employed (p. 304) |
| Pratt & Davis, 1986 | one in which two or more extended family members influence the direction of the business through the exercise of kinship ties, management roles, or ownership rights (chap. 3, p. 2) |
| Rosenblatt, deMik, Anderson, & Johnson, 1985 | any business in which majority ownership or control lies within a single family and in which two or more family members are or at some time were directly involved in the business (pp. 4-5) |
| Stern, 1986 | owned and run by the members of one or two families (p. xxx) |
| Welsch, 1993 | one in which ownership is concentrated, and owners or relatives of owners are involved in the management process (p. 40) |

Family Involvement, Ownership Patterns and the Definition

| | Family Vision | Potential Cross-Generational Sustainability |
|---|--|--|
| Family involvement | | |
| Family owned and family managed | Since the business is family owned, the family must have developed the vision being pursued or agreed to it | Being family owned and family managed, the potential for the next generation to be involved in either or both exists |
| Family owned but not family managed | | With family ownership, there is always the potential for the next generation to continue pursuing the same vision or even re-assume management control if so desired |
| Family managed but not family owned | If the business is managed by a family that does not own the company, then the family must be the one that developed the vision for the firm to be considered a family business under the definition | One or more members of the managing family must have the potential to continue pursuing the managing family's vision for this firm to be considered a family business under this definition |
| Pattern of controlling ownership | | |
| Individual | If the business is controlled by an individual or family fitting any of these patterns, then the owner or owners will have developed the formal or implicit vision being pursued or agreed to it | As long as the individual, the two persons, the nuclear family, or extended family has the potential of having a spouse, sibling, partner, or children continue to pursue the vision, then the ownership pattern is included in the definition |
| Two persons, unrelated by blood or marriage | | |
| Two persons, related by blood or marriage | | |
| A nuclear family | | |
| More than one nuclear family | | |
| An extended family | | |
| More than one extended family | | |
| The public | For this ownership pattern to qualify as a family business, the managing family has to be the one that developed the vision | For this ownership pattern to qualify as a family business, the top manager must have a sibling, spouse, or child able, willing, and approved by the owners to take over and continue pursuing the vision |

Bijlage III: two digit sic code

AGRICULTURE, FORESTRY, AND FISHING

- 01 - - AGRICULTURAL PRODUCTION - CROPS
- 02 - - AGRICULTURAL PRODUCTION - LIVESTOCK
- 07 - - AGRICULTURAL SERVICES
- 08 - - FORESTRY
- 09 - - FISHING, HUNTING, AND TRAPPING

MINING

- 10 - - METAL MINING
- 12 - - COAL MINING
- 13 - - OIL AND GAS EXTRACTION
- 14 - - NONMETALLIC MINERALS, EXCEPT FUELS

CONSTRUCTION

- 15 - - GENERAL BUILDING CONTRACTORS
- 16 - - HEAVY CONSTRUCTION, EXCEPT BUILDING
- 17 - - SPECIAL TRADE CONTRACTORS

MANUFACTURING

- 20 - - FOOD AND KINDRED PRODUCTS
- 21 - - TOBACCO PRODUCTS
- 22 - - TEXTILE MILL PRODUCTS
- 23 - - APPAREL AND OTHER TEXTILE PRODUCTS
- 24 - - LUMBER AND WOOD PRODUCTS
- 25 - - FURNITURE AND FIXTURES
- 26 - - PAPER AND ALLIED PRODUCTS
- 27 - - PRINTING AND PUBLISHING
- 28 - - CHEMICALS AND ALLIED PRODUCTS
- 29 - - PETROLEUM AND COAL PRODUCTS
- 30 - - RUBBER AND MISC. PLASTICS PRODUCTS
- 31 - - LEATHER AND LEATHER PRODUCTS
- 32 - - STONE, CLAY, AND GLASS PRODUCTS
- 33 - - PRIMARY METAL INDUSTRIES
- 34 - - FABRICATED METAL PRODUCTS
- 35 - - INDUSTRIAL MACHINERY AND EQUIPMENT
- 36 - - ELECTRONIC & OTHER ELECTRIC EQUIPMENT
- 37 - - TRANSPORTATION EQUIPMENT
- 38 - - INSTRUMENTS AND RELATED PRODUCTS
- 39 - - MISC. MANUFACTURING INDUSTRIES

TRANSPORTATION, COMMUNICATIONS, ELECTRIC, GAS, AND SANITARY SERVICES

- 40 - - RAILROAD TRANSPORTATION
- 41 - - LOCAL AND INTERURBAN PASSENGER TRANSIT
- 42 - - TRUCKING AND WAREHOUSING
- 43 - - U.S. POSTAL SERVICE
- 44 - - WATER TRANSPORTATION
- 45 - - TRANSPORTATION BY AIR
- 46 - - PIPELINES, EXCEPT NATURAL GAS
- 47 - - TRANSPORTATION SERVICES
- 48 - - COMMUNICATION
- 49 - - ELECTRIC, GAS, AND SANITARY SERVICES

WHOLESALE TRADE

- 50 - - WHOLESALE TRADE - DURABLE GOODS
- 51 - - WHOLESALE TRADE - NONDURABLE GOODS

RETAIL TRADE

- 52 - - EATING AND DRINKING PLACES
- 53 - - GENERAL MERCHANDISE STORES
- 54 - - FOOD STORES
- 55 - - AUTOMOTIVE DEALERS & SERVICE STATIONS
- 56 - - APPAREL AND ACCESSORY STORES
- 57 - - FURNITURE AND HOMEFURNISHINGS STORES
- 58 - - EATING AND DRINKING PLACES
- 59 - - MISCELLANEOUS RETAIL

FINANCE, INSURANCE, AND REAL ESTATE

- 60 - - DEPOSITORY INSTITUTIONS
- 61 - - NONDEPOSITORY INSTITUTIONS
- 62 - - SECURITY AND COMMODITY BROKERS
- 63 - - INSURANCE CARRIERS
- 64 - - INSURANCE AGENTS, BROKERS, & SERVICE
- 65 - - REAL ESTATE
- 67 - - HOLDING AND OTHER INVESTMENT OFFICES

SERVICES

- 70 - - HOTELS AND OTHER LODGING PLACES
- 72 - - PERSONAL SERVICES
- 73 - - BUSINESS SERVICES
- 75 - - AUTO REPAIR, SERVICES, AND PARKING
- 76 - - MISCELLANEOUS REPAIR SERVICES
- 78 - - MOTION PICTURES
- 79 - - AMUSEMENT & RECREATION SERVICES
- 80 - - HEALTH SERVICES
- 81 - - LEGAL SERVICES
- 82 - - EDUCATIONAL SERVICES
- 83 - - SOCIAL SERVICES
- 84 - - MUSEUMS, BOTANICAL, ZOOLOGICAL GARDENS
- 86 - - MEMBERSHIP ORGANIZATIONS
- 87 - - ENGINEERING & MANAGEMENT SERVICES
- 88 - - PRIVATE HOUSEHOLDS
- 89 - - SERVICES, (NOT ELSEWHERE CLASSIFIED)

PUBLIC ADMINISTRATION

- 91 - - EXECUTIVE, LEGISLATIVE, AND GENERAL
- 92 - - JUSTICE, PUBLIC ORDER, AND SAFETY
- 93 - - FINANCE, TAXATION, & MONETARY POLICY
- 94 - - ADMINISTRATION OF HUMAN RESOURCES
- 95 - - ENVIRONMENTAL QUALITY AND HOUSING
- 96 - - ADMINISTRATION OF ECONOMIC PROGRAMS
- 97 - - NAT'L SECURITY AND INTERNATIONAL AFFAIRS

NONCLASSIFIABLE ESTABLISHMENTS

- 99 - - NONCLASSIFIABLE ESTABLISHMENTS

Bijlage IV: robuustheidstest grootte van het familiebedrijf

Tabel IV.1: regressiemodel voor WAARBORG

| Variabelen | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Constant | 1,953 (1,650) | 0,413 (1,571) | 1,652 (1,659) | 1,571 (1,605) | 1,523 (1,622) |
| C_MGR | -0,042 (0,247) | -0,019 (0,248) | -0,064 (0,250) | -0,063 (0,248) | -0,005 (0,420) |
| C_OWNSH | -0,008** (0,004) | | -0,010** (0,004) | | |
| C_NOW | | -0,009** (0,004) | -0,011** (0,004) | | |
| OWN_100 | | | | -0,463** (0,188) | -0,374 (0,483) |
| C_MGR*OWN_100 | | | | | -0,102 (0,515) |
| GEN | -0,114 (0,310) | -0,002 (0,315) | -0,060 (0,317) | -0,090 (0,309) | -0,091 (0,309) |
| lnWERKN | -0,074 (0,076) | -0,027 (0,075) | -0,060 (0,076) | -0,079 (0,076) | -0,079 (0,076) |
| DB_SCORE | ** | ** | *** | ** | ** |
| DB_SCORE(1) | 0,346 (0,269) | 0,333 (0,269) | 0,388 (0,271) | 0,318 (0,269) | 0,319 (0,269) |
| DB_SCORE(2) | 0,908*** (0,286) | 0,876*** (0,286) | 0,939*** (0,288) | 0,880*** (0,285) | 0,878*** (0,285) |
| DB_SCORE(3) | 0,601** (0,300) | 0,574* (0,298) | 0,654** (0,301) | 0,590** (0,299) | 0,592** (0,300) |
| DB_SCORE(4) | 0,630* (0,359) | 0,574 (0,359) | 0,647* (0,361) | 0,622* (0,359) | 0,622* (0,359) |
| lnAMOUNT | 0,427*** (0,061) | 0,445*** (0,061) | 0,441*** (0,062) | 0,424*** (0,061) | 0,424*** (0,061) |
| ORG3 | -0,555*** (0,185) | -0,632*** (0,182) | -0,534*** (0,186) | -0,533*** (0,186) | -0,528*** (0,188) |
| lnC_OAGE | -1,243*** (0,381) | -1,096*** (0,377) | -1,187*** (0,382) | -1,233*** (0,381) | -1,237*** (0,381) |
| ROE | -0,005 (0,004) | -0,005 (0,004) | -0,005 (0,004) | -0,005 (0,004) | -0,005 (0,004) |
| D_SIC2R | | | | | |
| D_SIC2R(1) | 0,141 (0,255) | 0,129 (0,255) | 0,131 (0,256) | 0,134 (0,255) | 0,133 (0,255) |
| D_SIC2R(2) | -0,278 (0,254) | -0,214 (0,256) | -0,248 (0,257) | -0,276 (0,254) | -0,275 (0,254) |
| D_SIC2R(3) | -0,209 (0,398) | -0,091 (0,408) | -0,094 (0,409) | -0,201 (0,397) | -0,203 (0,397) |
| D_SIC2R(4) | 0,311 (0,197) | 0,326* (0,196) | 0,304 (0,197) | 0,310 (0,197) | 0,309 (0,197) |
| D_SIC2R(5) | 0,021 (0,350) | -0,033 (0,350) | 0,023 (0,351) | 0,005 (0,349) | 0,008 (0,349) |
| n | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 |
| Naegelkerke R ² | 0,187 | 0,189 | 0,196 | 0,188 | 0,188 |
| Significant model | *** | *** | *** | *** | *** |

Tabel IV.2: regressiemodel voor ZAK_WB

| Variabelen | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Constant | -2,556* (1,327) | -3,045** (1,287) | -2,698** (1,331) | -2,551** (1,299) | -2,613** (1,310) |
| C_MGR | -0,233 (0,194) | -0,219 (0,194) | -0,236 (0,195) | -0,252 (0,195) | -0,167 (0,300) |
| C_OWNSH | -0,003 (0,003) | | -0,003 (0,003) | | |
| C_NOW | | -0,003 (0,004) | -0,003 (0,004) | | |
| OWN_100 | | | | -0,222 (0,149) | -0,098 (0,364) |
| C_MGR*OWN_100 | | | | | -0,146 (0,392) |
| GEN | -0,503** (0,238) | -0,452* (0,237) | -0,474** (0,239) | -0,500** (0,237) | -0,502** (0,237) |
| lnWERKN | -0,093 (0,062) | -0,080 (0,061) | -0,090 (0,062) | -0,100 (0,062) | -0,100 (0,062) |
| DB_SCORE | | | | | |
| DB_SCORE(1) | -0,170 (0,230) | -0,171 (0,229) | -0,153 (0,230) | -0,176 (0,229) | -0,175 (0,229) |
| DB_SCORE(2) | 0,250 (0,237) | 0,241 (0,237) | 0,259 (0,237) | 0,242 (0,237) | 0,240 (0,237) |
| DB_SCORE(3) | 0,110 (0,251) | 0,102 (0,250) | 0,126 (0,251) | 0,112 (0,250) | 0,115 (0,250) |
| DB_SCORE(4) | 0,086 (0,297) | 0,069 (0,297) | 0,094 (0,298) | 0,091 (0,297) | 0,091 (0,297) |
| lnAMOUNT | 0,475*** (0,050) | 0,481*** (0,050) | 0,479*** (0,051) | 0,474*** (0,050) | 0,473*** (0,050) |
| ORG3 | 0,033 (0,164) | 0,008 (0,161) | 0,040 (0,164) | 0,062 (0,166) | 0,069 (0,167) |
| lnC_OAGE | -0,607* (0,312) | -0,560* (0,312) | -0,579* (0,313) | -0,616** (0,312) | -0,619** (0,312) |
| ROE | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) |
| D_SIC2R | | | | | |
| D_SIC2R(1) | 0,036 (0,212) | 0,032 (0,212) | 0,029 (0,212) | 0,031 (0,212) | 0,031 (0,212) |
| D_SIC2R(2) | -0,031 (0,215) | -0,019 (0,216) | -0,029 (0,216) | -0,033 (0,215) | -0,030 (0,215) |
| D_SIC2R(3) | 0,255 (0,359) | 0,340 (0,362) | 0,335 (0,362) | 0,263 (0,359) | 0,260 (0,359) |
| D_SIC2R(4) | 0,127 (0,163) | 0,131 (0,163) | 0,122 (0,163) | 0,121 (0,163) | 0,121 (0,163) |
| D_SIC2R(5) | -0,514 (0,327) | -0,530 (0,327) | -0,517 (0,327) | -0,508 (0,327) | -0,500 (0,327) |
| n | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 |
| Naegelkerke R ² | 0,186 | 0,187 | 0,188 | 0,187 | 0,187 |
| Significant model | *** | *** | *** | *** | *** |

Tabel IV.3: regressiemodel voor PERS_WB

| Variabelen | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Constant | 2,240* (1,356) | 1,823 (1,311) | 2,137 (1,365) | 2,322* (1,328) | 2,190 (1,338) |
| C_MGR | 0,074 (0,199) | 0,054 (0,201) | 0,039 (0,201) | 0,056 (0,200) | 0,239 (0,302) |
| C_OWNSH | -0,001 (0,003) | | -0,003 (0,003) | | |
| C_NOW | | -0,013** (0,006) | -0,014** (0,006) | | |
| OWN_100 | | | | -0,164 (0,154) | 0,103 (0,370) |
| C_MGR*OWN_100 | | | | | -0,315 (0,397) |
| GEN | -0,149 (0,240) | -0,114 (0,241) | -0,133 (0,242) | -0,151 (0,239) | -0,156 (0,239) |
| lnWERKN | 0,003 (0,063) | 0,028 (0,063) | 0,020 (0,064) | -0,004 (0,064) | -0,004 (0,064) |
| DB_SCORE | ** | ** | ** | ** | ** |
| DB_SCORE(1) | 0,147 (0,226) | 0,139 (0,227) | 0,153 (0,228) | 0,145 (0,226) | 0,149 (0,226) |
| DB_SCORE(2) | 0,559** (0,237) | 0,544** (0,237) | 0,558** (0,238) | 0,557** (0,237) | 0,554** (0,237) |
| DB_SCORE(3) | 0,504** (0,252) | 0,518** (0,253) | 0,538** (0,254) | 0,510** (0,252) | 0,518** (0,252) |
| DB_SCORE(4) | 0,708** (0,310) | 0,675** (0,311) | 0,694** (0,312) | 0,717** (0,310) | 0,717** (0,310) |
| lnAMOUNT | 0,152*** (0,047) | 0,158*** (0,047) | 0,155*** (0,048) | 0,150*** (0,047) | 0,150*** (0,047) |
| ORG3 | -0,676*** (0,162) | -0,683*** (0,159) | -0,656*** (0,162) | -0,650*** (0,163) | -0,634*** (0,164) |
| lnC_OAGE | -0,843*** (0,317) | -0,781** (0,317) | -0,797** (0,318) | -0,854*** (0,317) | -0,862*** (0,317) |
| ROE | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) | -0,002 (0,003) |
| D_SIC2R | | | | | |
| D_SIC2R(1) | -0,009 (0,218) | -0,021 (0,218) | -0,022 (0,218) | -0,013 (0,218) | -0,014 (0,218) |
| D_SIC2R(2) | -0,423** (0,214) | -0,378* (0,216) | -0,383* (0,216) | -0,427** (0,214) | -0,422** (0,214) |
| D_SIC2R(3) | -0,478 (0,350) | -0,415 (0,354) | -0,421 (0,354) | -0,475 (0,349) | -0,481 (0,349) |
| D_SIC2R(4) | 0,041 (0,168) | 0,037 (0,168) | 0,030 (0,168) | 0,037 (0,168) | 0,036 (0,168) |
| D_SIC2R(5) | 0,034 (0,313) | 0,026 (0,312) | 0,040 (0,313) | 0,039 (0,312) | 0,051 (0,312) |
| n | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 |
| Naegelkerke R ² | 0,089 | 0,097 | 0,098 | 0,090 | 0,091 |
| Significant model | *** | *** | *** | *** | *** |

Bijlage V: robuustheidstest financiële kenmerken

Tabel V.1: regressiemodel voor WAARBORG

| Variabelen | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Constant | 2,119 (1,662) | 0,409 (1,568) | 1,741 (1,672) | 1,786 (1,613) | 1,738 (1,631) |
| C_MGR | -0,024 (0,244) | -0,019 (0,245) | -0,052 (0,246) | -0,042 (0,244) | 0,025 (0,418) |
| C_OWNSH | -0.008** (0,004) | | -0,009** (0,004) | | |
| C_NOW | | -0,010** (0,004) | -0,011** (0,004) | | |
| OWN_100 | | | | -0,444** (0,186) | -0,357 (0,483) |
| C_MGR*OWN_100 | | | | | -0,100 (0,514) |
| GEN | -0,120 (0,310) | -0,015 (0,316) | -0,070 (0,317) | -0,099 (0,310) | -0,100 (0,310) |
| lnASSETS | -0,024 (0,055) | 0,007 (0,054) | -0,011 (0,055) | -0,026 (0,055) | -0,026 (0,055) |
| DB_SCORE | *** | ** | *** | *** | *** |
| DB_SCORE(1) | 0,330 (0,269) | 0,325 (0,269) | 0,373 (0,271) | 0,304 (0,269) | 0,305 (0,269) |
| DB_SCORE(2) | 0,917*** (0,286) | 0,892*** (0,286) | 0,949*** (0,288) | 0,890*** (0,286) | 0,889*** (0,286) |
| DB_SCORE(3) | 0,595** (0,299) | 0,574* (0,298) | 0,649** (0,301) | 0,585* (0,299) | 0,588** (0,300) |
| DB_SCORE(4) | 0,636* (0,359) | 0,585 (0,359) | 0,653* (0,361) | 0,629* (0,359) | 0,630* (0,359) |
| lnAMOUNT | 0,414*** (0,065) | 0,430*** (0,065) | 0,425*** (0,066) | 0,411*** (0,065) | 0,411*** (0,065) |
| ORG3 | -0,512*** (0,177) | -0,605*** (0,172) | -0,494*** (0,178) | -0,488*** (0,179) | -0,483*** (0,180) |
| lnC_OAGE | -1,238*** (0,381) | -1,093*** (0,377) | -1,183*** (0,382) | -1,230*** (0,380) | -1,234*** (0,381) |
| ROA | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| D_SIC2R | | | | | |
| D_SIC2R(1) | 0,120 (0,254) | 0,098 (0,254) | 0,104 (0,255) | 0,115 (0,255) | 0,114 (0,255) |
| D_SIC2R(2) | -0,281 (0,257) | -0,232 (0,259) | -0,256 (0,260) | -0,278 (0,257) | -0,277 (0,257) |
| D_SIC2R(3) | -0,299 (0,391) | -0,197 (0,399) | -0,197 (0,401) | -0,288 (0,390) | -0,290 (0,391) |
| D_SIC2R(4) | 0,317 (0,200) | 0,314 (0,200) | 0,301 (0,201) | 0,317 (0,201) | 0,316 (0,201) |
| D_SIC2R(5) | 0,010 (0,346) | -0,068 (0,346) | 0,002 (0,347) | 0,000 (0,345) | 0,002 (0,345) |
| n | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 |
| Naegelkerke R ² | 0,183 | 0,186 | 0,193 | 0,184 | 0,184 |
| Significant model | *** | *** | *** | *** | *** |

Tabel V.2: regressiemodel voor ZAK_WB

| Variabelen | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Constant | -2,165 (1,328) | -2,685** (1,274) | -2,331* (1,333) | -2,118 (1,295) | -2,185* (1,306) |
| C_MGR | -0,197 (0,192) | -0,190 (0,192) | -0,203 (0,193) | -0,212 (0,193) | -0,118 (0,298) |
| C_OWNSH | -0,002 (0,003) | | -0,003 (0,003) | | |
| C_NOW | | -0,003 (0,004) | -0,004 (0,004) | | |
| OWN_100 | | | | -0,200 (0,148) | -0,064 (0,363) |
| C_MGR*OWN_100 | | | | | -0,160 (0,391) |
| GEN | -0,534** (0,239) | -0,489** (0,238) | -0,508** (0,239) | -0,532** (0,238) | -0,534** (0,238) |
| lnASSETS | -0,010 (0,049) | 0,001 (0,049) | -0,004 (0,049) | -0,014 (0,049) | 0,014 (0,049) |
| DB_SCORE | | | | | |
| DB_SCORE(1) | -0,159 (0,229) | -0,158 (0,229) | -0,143 (0,230) | -0,165 (0,229) | -0,163 (0,229) |
| DB_SCORE(2) | 0,254 (0,237) | 0,248 (0,237) | 0,263 (0,237) | 0,246 (0,237) | 0,244 (0,237) |
| DB_SCORE(3) | 0,099 (0,250) | 0,095 (0,249) | 0,116 (0,250) | 0,101 (0,250) | 0,105 (0,250) |
| DB_SCORE(4) | 0,083 (0,297) | 0,069 (0,297) | 0,091 (0,298) | 0,089 (0,297) | 0,088 (0,297) |
| lnAMOUNT | 0,438*** (0,055) | 0,441*** (0,055) | 0,440*** (0,055) | 0,437*** (0,055) | 0,436*** (0,055) |
| ORG3 | 0,091 (0,159) | 0,067 (0,155) | 0,098 (0,159) | 0,120 (0,161) | 0,129 (0,162) |
| lnC_OAGE | -0,648** (0,313) | -0,604* (0,312) | -0,621** (0,313) | -0,657** (0,312) | -0,661** (0,313) |
| ROA | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| D_SIC2R | | | | | |
| D_SIC2R(1) | 0,030 (0,212) | 0,021 (0,212) | 0,021 (0,212) | 0,028 (0,212) | 0,027 (0,212) |
| D_SIC2R(2) | -0,041 (0,217) | -0,033 (0,218) | -0,039 (0,218) | -0,042 (0,217) | -0,039 (0,218) |
| D_SIC2R(3) | 0,225 (0,355) | 0,301 (0,357) | 0,298 (0,358) | 0,235 (0,355) | 0,232 (0,146) |
| D_SIC2R(4) | 0,149 (0,165) | 0,144 (0,166) | 0,140 (0,166) | 0,146 (0,166) | 0,141 (0,166) |
| D_SIC2R(5) | -0,463 (0,322) | -0,487 (0,322) | -0,469 (0,323) | -0,451 (0,322) | -0,443 (0,323) |
| n | 1145 | 11545 | 1145 | 1145 | 1145 |
| Naegelkerke R ² | 0,183 | 0,184 | 0,185 | 0,184 | 0,184 |
| Significant model | *** | *** | *** | *** | *** |

Tabel V.3: regressiemodel voor PERS_WB

| Variabelen | Model 1 | Model 2 | Model 3 | Model 4 | Model 5 |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Constant | 2,321* (1,364) | 1,737 (1,305) | 2,140 (1,372) | 2,425* (1,333) | 2,292* (1,342) |
| C_MGR | 0,062 (0,197) | 0,037 (0,199) | 0,023 (0,200) | 0,046 (0,198) | 0,228 (0,301) |
| C_OWNSH | -0,002 (0,003) | | -0,003 (0,003) | | |
| C_NOW | | -0,012** (0,006) | -0,013** (0,006) | | |
| OWN_100 | | | | -0,184 (0,153) | 0,083 (0,370) |
| C_MGR*OWN_100 | | | | | -0,314 (0,397) |
| GEN | -0,132 (0,240) | -0,096 (0,242) | -0,117 (0,242) | -0,133 (0,239) | -0,138 (0,240) |
| lnASSETS | -0,033 (0,049) | -0,015 (0,049) | -0,021 (0,049) | -0,038 (0,049) | -0,037 (0,049) |
| DB_SCORE | ** | ** | ** | ** | ** |
| DB_SCORE(1) | 0,140 (0,226) | 0,133 (0,227) | 0,148 (0,228) | 0,137 (0,226) | 0,140 (0,226) |
| DB_SCORE(2) | 0,557** (0,237) | 0,542** (0,238) | 0,557** (0,238) | 0,553** (0,237) | 0,550** (0,237) |
| DB_SCORE(3) | 0,503** (0,252) | 0,516** (0,253) | 0,539** (0,254) | 0,509** (0,252) | 0,517** (0,252) |
| DB_SCORE(4) | 0,708** (0,311) | 0,674** (0,311) | 0,694** (0,312) | 0,716** (0,310) | 0,716** (0,311) |
| lnAMOUNT | 0,176*** (0,053) | 0,179*** (0,053) | 0,177*** (0,053) | 0,174*** (0,053) | 0,173*** (0,053) |
| ORG3 | -0,699*** (0,157) | -0,720*** (0,153) | -0,686*** (0,157) | -0,669*** (0,158) | -0,653*** (0,160) |
| lnC_OAGE | -0,814*** (0,318) | -0,750** (0,317) | -0,769** (0,319) | -0,826*** (0,318) | -0,834*** (0,318) |
| ROA | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) | 0,000 (0,000) |
| D_SIC2R | | | | | |
| D_SIC2R(1) | -0,003 (0,218) | -0,020 (0,218) | -0,019 (0,218) | -0,004 (0,218) | -0,006 (0,218) |
| D_SIC2R(2) | -0,397* (0,217) | -0,360 (0,219) | -0,364* (0,219) | -0,399* (0,217) | -0,394* (0,217) |
| D_SIC2R(3) | -0,486 (0,347) | -0,432 (0,351) | -0,437 (0,351) | -0,479 (0,347) | -0,485 (0,347) |
| D_SIC2R(4) | 0,063 (0,171) | 0,048 (0,171) | 0,044 (0,171) | 0,061 (0,171) | 0,060 (0,171) |
| D_SIC2R(5) | 0,030 (0,311) | 0,003 (0,310) | 0,025 (0,311) | 0,040 (0,311) | 0,052 (0,310) |
| n | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 | 1145 |
| Naegelkerke R ² | 0,089 | 0,097 | 0,098 | 0,091 | 0,091 |
| Significant model | *** | *** | *** | *** | *** |

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

De determinanten van waarborgverlening die gepaard gaat met de kredietverlening aan familiebedrijven

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,

Aerts, Tom

Datum: **31/05/2011**