

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*Het effect van de kwaliteit en kwantiteit van
informatieverstrekking op de financiële structuur van
familiebedrijven*

Promotor :
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Katlijn Groeneveld

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

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*Het effect van de kwaliteit en kwantiteit van
informatieverstrekking op de financiële structuur van
familiebedrijven*

Promotor :
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Katlijn Groeneveld

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

Woord vooraf

Via deze masterproef voltooi ik mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen, afstudeerrichting Accountancy en Financiering, aan de Universiteit Hasselt. Ik wil graag een dankwoord richten aan enkele personen omdat zij mede instaan in het tot een goed einde brengen van deze masterproef.

Allereerst wil ik mijn promotor, prof. dr. Tensie Steijvers, bedanken voor haar professionele begeleiding. De tussentijdse evaluaties met haar raadgevingen en opbouwende kritiek zijn een grote hulp geweest bij het tot stand brengen van dit werk.

Daarnaast wil ik mijn ouders bedanken voor hun steun gedurende mijn hele opleiding, zowel moreel als financieel. Ook bedank ik graag mijn vriend voor zijn steun bij het tot stand komen van deze masterproef.

Hasselt, augustus 2012.

Katlijn Groeneveld

Samenvatting

Een groot deel van de bedrijven over heel de wereld zijn familiebedrijven. In België kunnen ongeveer 70 procent van de ondernemingen geclassificeerd worden als familiale onderneming. Het is dan ook niet verwonderlijk dat het laatste decennium meer en meer aandacht besteed werd aan familiebedrijven binnen de academische literatuur. Ook deze masterproef spitst zich toe op familiebedrijven. Er wordt meer bepaald onderzocht wat het effect is van enkele variabelen op de schuldgraad van familiebedrijven. De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt:

Bestaat er een positieve relatie tussen de kwaliteit en kwantiteit van informatieverstrekking en de schuldgraad van familiebedrijven?

Na de probleemstelling wordt in het tweede deel van deze masterproef een korte literatuurstudie gevoerd. Vooreerst wordt het begrip familiebedrijf besproken. Binnen de academische literatuur bestaat hier echter geen eenduidige definitie voor. Volgens het IFB (Instituut voor het Familiebedrijf) wordt een niet-beursgenoteerd bedrijf ook gecategoriseerd als familiebedrijf wanneer 50 procent van de aandelen in handen is van één familie en wanneer ten minste één lid van die familie actief is in het management. Naast een begripsomschrijving worden enkele problemen aangehaald waarmee familiebedrijven te maken kunnen krijgen. Ten eerste kan de opvolging van de CEO binnen een familiale onderneming voor strubbelingen zorgen. Daarnaast kan er, net zoals in andere bedrijven, informatie-asymmetrie ontstaan tussen verschillende belanghebbende partijen. Er kan gesproken worden van informatie-asymmetrie als één partij over meer informatie beschikt dan een andere partij, er is dan m.a.w. geen transparante informatie aanwezig. Informatie-asymmetrie kan belangrijke gevolgen met zich meebrengen zoals *averechtse selectie*, *moral hazard* en agency problemen. *Averechtse selectie* vindt plaats wanneer een partij met opzet informatie heeft achtergehouden voor de andere partij om tot een samenwerkingscontract te kunnen komen. Men kan spreken van *moral hazard* wanneer een partij informatie heeft verduisterd ten opzichte van een andere partij nadat er een contract heeft plaatsgevonden. Hiernaast ontstaan agency problemen doordat partijen tegengestelde belangen nastreven. Vooral tussen aandeelhouders en managers en tussen aandeelhouders en schuldeisers kunnen zulke agency problemen tot stand komen. Tot slot kan er binnen een familiale onderneming een gebrek aan controle van de familiale werknemers plaatsvinden. Dit kan leiden tot problemen m.b.t. fraude of het niet uitvoeren van het werk.

Banken die zich bewust zijn van de problemen waarmee familiebedrijven te maken kunnen krijgen zouden behoedzamer staan ten opzichte van het verstrekken van kredieten aan zulke

familiale ondernemingen. Er kan met name kredietrantsoenering optreden. Wanneer de vraag groter is dan het aanbod aan kredieten en deze kloof niet evolueert naar een nieuw evenwicht, kan men spreken van kredietrantsoenering of kredietschaarste. Sommige ondernemingen zullen meer moeite moeten doen om een lening te kunnen afsluiten. Het lenen met behulp van waarborgen, convenanten, kortere looptijden van schulden of het opbouwen van een goede relatie zijn manieren om kredietrantsoenering te beperken. Deze masterproef probeert ook na te gaan of kredietrantsoenering beperkt kan worden door het verbeteren van de kwaliteit en kwantiteit van informatie. Verder worden er nog enkele veelbesproken financieringstheorieën aangehaald, zoals de *pecking-order* theorie. Deze stelt dat ondernemingen interne bronnen prefereren om de groei te financieren alvorens over te gaan tot externe financiering.

In het volgende deel van deze masterproef worden de onderzoekshypothesen opgebouwd. De begrippen kwaliteit en kwantiteit van informatie kunnen op verschillende manieren gedefinieerd en ook gemeten worden. Ten eerste kunnen bedrijven aan de hand van interne en externe controles de beschikbare informatie verbeteren. Er bestaan verschillende maatstaven om de kwaliteit van de externe controle of audit door een bedrijfsrevisor te meten. Sommige maatstaven, zoals de specialisatie in de sector of de vergoeding van de bedrijfsrevisor, zijn moeilijk meetbaar en zullen daarom niet gehanteerd worden in het empirisch onderzoek. De kwaliteit van informatie zal in dit onderzoek bepaald worden aan de hand van het al dan niet aanstellen van een externe auditor en of deze auditor wel of niet werkzaam is voor een Big4 auditkantoor. Daarnaast kan de kwantiteit van informatie ook belangrijk zijn mits het geven van meer informatie de informatie-asymmetrie kan beperken. Het rapporteren volgens het volledig of het verkort schema van de jaarrekening kan dienen als meeteenheid voor de kwantiteit van informatie. Vanuit de theorieën omtrent kwaliteit en kwantiteit worden de onderzoekshypothesen opgesteld die het verband leggen tussen beide variabelen en de schuldgraad van familiale ondernemingen. De eerste hypothese stelt dat de kwaliteit van de jaarrekening positief gerelateerd is aan de schuldgraad. Daarnaast stelt de tweede hypothese dat de hoeveelheid informatie positief gerelateerd is aan de schuldgraad. Tot slot is er de derde hypothese waarbij gesteld wordt dat een grotere hoeveelheid informatie enkel positief gerelateerd is aan de schuldgraad indien deze informatie ook van hoge kwaliteit is.

Naast de voorgaande onderzoekshypothesen worden er nog zeven bijkomende hypothesen opgesteld. De vierde en volgende hypothese van dit werk stelt dat een grotere hoeveelheid aan informatie enkel positief gerelateerd is aan de schuldgraad indien de winst laag is. De vijfde hypothese is gelijkaardig en stelt dat het ter beschikking stellen van kwaliteitsvolle informatie enkel positief gerelateerd is aan de schuldgraad indien de winst laag is. Weinig

winst wil namelijk zeggen dat er minder interne middelen zijn en er dus meer bankfinanciering aangetrokken zal moeten worden. Dit zou onder meer kunnen aan de hand van het verhogen van de kwaliteit en kwantiteit van informatie. Een zesde, zevende en negende hypothese stelt dat respectievelijk de grootte, de ouderdom en de winstgevendheid negatief gerelateerd is aan de schuldgraad van een familiebedrijf. Een negatieve relatie tussen de grootte en de schuldgraad wordt verwacht omdat grote familiebedrijven met meer agency problemen kunnen kampen, waardoor banken wantrouwiger kunnen staan ten opzichte van deze bedrijven. Ook tussen de ouderdom van het familiebedrijf en de schuldgraad wordt een negatieve relatie verwacht. Jonge familiebedrijven hebben immers minder tijd gehad om interne middelen te genereren. Zij zouden dus sneller overstappen naar bankfinancieringen. Er wordt ook een negatieve relatie veronderstelt tussen de winstgevendheid van een familiebedrijf en de schuldgraad. Om de groei te kunnen financieren zouden er te weinig interne middelen beschikbaar zijn in familiebedrijven met een laag winstniveau. Hierdoor zal er overgestapt moeten worden naar externe financieringsbronnen zoals leningen bij de bank. De achtste en tiende hypothese stellen tenslotte dat respectievelijk de totale activa en de groei positief gerelateerd zijn aan de schuldgraad. Familiebedrijven met een groot totaal der activa kunnen dit in onderpand geven bij het aangaan van leningen. Leningen worden gemakkelijker verstrekt omdat de bank over een hogere mate van zekerheid beschikt dat de uitgegeven lening terugbetaald zal worden, al dan niet aan de hand van het verkopen van de activa in onderpand. In de laatste hypothese wordt er een positieve relatie verwacht tussen de groei van het familiebedrijf en de schuldgraad. Er zijn immers financiële middelen nodig om de groei te kunnen ondersteunen.

In het vierde en laatste deel van deze masterproef wordt de onderzoeksopzet weergegeven en het empirisch onderzoek gevoerd. De definitieve steekproef bestaat uit 144 familiebedrijven die als KMO's gecategoriseerd kunnen worden en minstens 10 werknemers in dienst hebben. De data die nodig zijn voor dit onderzoek werden verzameld uit de Bel-first databank van Bureau Van Dijk. Er worden acht meervoudige regressiemodellen opgesteld om de vooropgestelde hypothesen te kunnen testen. Hiertoe wordt gebruik gemaakt van het statistisch programma 'SPSS'. Uit de resultaten van het empirisch onderzoek kunnen we concluderen dat het totaal der vaste activa van een familiebedrijf positief gerelateerd is aan de schuldgraad. Daarnaast is de winstgevendheid van een familiebedrijf negatief gerelateerd aan de schuldgraad. Tot slot kan geconcludeerd worden dat verder onderzoek nodig is met andere onafhankelijke variabelen om het effect hiervan na te gaan op de schuldgraad van familiebedrijven.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Lijst van figuren

Lijst van tabellen

H1	Onderzoeksplan	1
1.1.	Probleemstelling	1
1.1.1.	Omschrijving van het praktijkprobleem	1
1.1.2.	Onderzoeksprobleem	4
1.2.	Onderzoeksopzet	5
H2	Familiebedrijven	7
2.1.	Definities	7
2.2.	Problemen in familiebedrijven	8
2.2.1.	Opvolging	9
2.2.2.	Informatie-asymmetrie	10
2.2.2.1.	Adverse selection en moral hazard	10
2.2.2.2.	Agency problemen	11
(a)	Aandeelhouder-manager agency problemen	12
	Altruïsme	12
	Negatieve kant van altruïsme	12
	Positieve kant van altruïsme	13
	Praktijkvoorbeeld	13
(b)	Aandeelhouder-schuldeiser agency probleem	14
2.2.2.3.	Agency kosten	14
(a)	Familiebedrijven hebben een positief effect op agency kosten	15
(b)	Familiebedrijven hebben een negatief effect op agency kosten	15
2.2.3.	Gebrek aan controle van familieleden	16
2.2.4.	Conclusie	16
2.2.5.	Informatie-asymmetrie en het effect op financiering	17
2.2.5.1.	Waarborgverlening	17
2.2.5.2.	Convenanten	18
2.2.5.3.	Looptijd van schulden	19
2.2.5.4.	Relatiebankieren	19
2.2.5.5.	Conclusie	20

2.3.	Financieringstheorieën-----	20
2.3.1.	Modigliani-Miller benadering-----	21
2.3.2.	Trade-off theorie-----	22
2.3.3.	Pecking-order theorie-----	22
2.3.3.1.	Pecking-order theorie binnen familiebedrijven-----	23
2.3.3.2.	Verschillende financieringsvormen-----	23
(a)	Interne bronnen-----	24
(b)	Externe bronnen-----	25
2.4.	Conclusie-----	26
H3	Kwaliteit en kwantiteit van informatie: hypotheseformulering-----	27
3.1.	Kwaliteit van informatie-----	27
3.1.1	Interne controle-----	27
3.1.2	Externe controle-----	28
3.1.2.1.	Wetgeving-----	28
3.1.2.2.	Kwaliteit van de externe audit-----	29
3.1.2.3.	Maatstaven voor auditkwaliteit-----	30
(a)	Controles op het auditberoep-----	30
(b)	Grootte auditkantoor-----	30
(c)	Specialisatie in de sector-----	31
(d)	De vergoeding van de bedrijfsrevisor-----	31
(e)	Duur van de relatie tussen bedrijfsrevisor en cliënt-----	32
3.1.2.4.	Soort controleverklaring-----	32
3.1.2.5.	Externe audit in familiebedrijven-----	33
3.1.2.	De schuldgraad-----	34
3.1.3.	'Kwaliteit van informatie' hypothese-----	34
3.2.	Kwantiteit van informatie-----	35
3.2.1.	Type jaarrekening-----	35
3.2.2.	'Kwantiteit van informatie' hypothese-----	35
3.3.	Kwaliteit en kwantiteit van informatie-----	36
3.3.1.	Opstellen van de hypothese-----	37
H4	Traditionele determinanten: hypotheseformulering-----	39
4.1.	De 'winst en de kwantiteit van informatie' hypothese-----	39
4.2.	De 'winst en de kwaliteit van informatie' hypothese-----	39
4.3.	De grootte van het familiebedrijf-----	40
4.4.	De ouderdom van het familiebedrijf'-----	41
4.5.	De materiële vaste activa-----	43

4.6.	De winst -----	44
4.7.	De groei -----	45
4.8.	Samenvatting van de hypothesen-----	45
H5	Onderzoeksopzet -----	47
5.1.	De databank-----	47
5.2.	De steekproef -----	47
5.3.	De variabelen -----	49
5.3.1.	Afhankelijke variabele-----	49
5.3.2.	Onafhankelijke variabelen-----	49
5.3.3.	Overzicht van de variabelen -----	50
H6	Statistiek-----	53
6.1.	Verwerking van de data-----	53
6.2.	Meervoudige regressiemodellen-----	55
6.2.1.	Eerste model -----	55
6.2.2.	Tweede model -----	56
6.2.3.	Derde model-----	56
6.2.4.	Vierde model (met interactievariabelen kwaliteit en winst) -----	56
6.2.5.	Vijfde model (met interactievariabelen kwaliteit en winst) -----	57
6.2.6.	Zesde model (met interactievariabelen kwantiteit en winst)-----	57
6.2.7.	Zevende model (met interactievariabelen kwantiteit en winst) -----	57
6.2.8.	Achtste model (met interactievariabelen kwantiteit en kwaliteit) -----	58
6.3.	Onregelmatigheden in de gegevens-----	58
6.3.1	Missing values -----	58
6.3.2.	Uitschieters -----	58
6.3.3.	Multicollineariteit-----	62
6.3.4.	Heteroscedasticiteit en homoscedasticiteit-----	65
6.3.5.	Normale verdeling-----	66
H7	Empirische resultaten -----	67
7.1.	Onafhankelijke variabelen-----	67
7.2.	Interactievariabelen-----	71
7.2.1.	Kwaliteit a.d.h.v. (KWAL-NON-AUDIT), winst en schuldgraad -----	72
7.2.2.	Info, winst en schuldgraad -----	73
7.2.3.	Kwantiteit, kwaliteit en schuldgraad-----	74
H8	Algemene conclusies-----	77
8.1.	Centrale onderzoeksvraag en deelvragen -----	77
8.1.1.	Verkennde literatuurstudie -----	77

8.1.2.	Empirisch onderzoek -----	78
8.2.	Bijdrage aan de bestaande academische literatuur-----	80
8.3.	Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek-----	80
Lijst van geraadpleegde werken		

Lijst van figuren

Figuur 1:	De basisstructuur van de financieringsmix	p. 24
Figuur 2:	Boxplot schuldgraad	p. 59
Figuur 3:	Boxplot leeftijd	p. 59
Figuur 4:	Boxplot grootte	p. 60
Figuur 5:	Boxplot structuurA	p. 60
Figuur 6:	Boxplot winst	p. 61
Figuur 7:	Boxplot groei	p. 61
Figuur 8:	Scatterplot	p. 65
Figuur 9:	Normal P-P plot	p. 66

Lijst van tabellen

Tabel 1:	Samenvatting van de hypothesen	p. 46
Tabel 2:	Samenvatting van de variabelen	p. 50
Tabel 3:	Beschrijvende statistiek dummy variabelen	p. 53
Tabel 4:	Beschrijvende statistiek	p. 53
Tabel 5:	Pearson correlatiecoëfficiënten	p. 64
Tabel 6:	VIF-waarden	p. 65
Tabel 7:	Samenvatting model 1-3	p. 67
Tabel 8:	ANOVA-tabel model 1-3	p. 67
Tabel 9:	Regressiecoëfficiënten model 1-3	p. 68
Tabel 10:	Samenvatting model 4-8	p. 71
Tabel 11:	ANOVA-tabel model 4-8	p. 71
Tabel 12:	Regressiecoëfficiënten model 4-5	p. 72
Tabel 13:	Regressiecoëfficiënten model 6-7	p. 73
Tabel 14:	Regressiecoëfficiënten model 8	p. 74

H1 Onderzoeksplan

1.1. Probleemstelling

In dit eerste hoofdstuk wordt het praktijkprobleem geanalyseerd. Hiernaast wordt de centrale onderzoeksvraag geformuleerd. Verder worden er elementen besproken die verband houden met de centrale onderzoeksvraag. Tot slot wordt het verloop van het onderzoek geschetst.

1.1.1. Omschrijving van het praktijkprobleem

Door de economische crisis van 2008 en de verschillende boekhoudschandalen over de jaren heen (Lernout & Hauspie, Enron, WorldCom, ...) daalde het vertrouwen in het economische milieu. De informatie die ondernemingen openbaar maakten werd in vraag getrokken. Er ontstonden vragen of gerapporteerde gegevens wel overeenstemden met de werkelijkheid. Om kredieten te kunnen krijgen is het echter belangrijk dat banken geloof hechten aan de cijfers die de bedrijven hen voorleggen. Specifiek voor familiebedrijven zou gesteld kunnen worden dat het al moeilijker is om kredieten te verwerven omdat banken kritischer zouden staan t.o.v. deze bedrijven. Dit zou onder andere verklaard kunnen worden door het familiale karakter wat bepaalde problemen met zich kan meebrengen. Vooreerst is het overgeven van het familiebedrijf naar de volgende generatie geen gemakkelijke taak. Het voorzien en tijdig plannen van de opvolging is noodzakelijk om continuïteit van de onderneming te garanderen. Slechts 30% van de ondernemingen blijft voortbestaan wanneer ze van de eerste naar de tweede generatie overgaan (Birley, 1986). Ook de keuze tussen een lid van de familie of een buitenstaander als nieuwe CEO is niet evident. Familiale ondernemers geven vaak de voorkeur aan familieleden om hen op te volgen. Hierbij wordt niet altijd rekening gehouden met de competenties waarover deze opvolger zou moeten beschikken (Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzales, Wolfenzon, 2007). Een tweede verklaring die gegeven kan worden voor de kritische kijk van banken op familiale ondernemingen kan ook teruggevonden worden bij niet-familiale ondernemingen. Zo kunnen er verschillende problemen opduiken in ondernemingen. Er kunnen bijvoorbeeld tegengestelde belangen optreden tussen managers en eigenaars van een onderneming of tussen eigenaars en schuldeisers. Deze problemen kunnen onder andere ontstaan wanneer verschillende partijen niet over dezelfde informatie beschikken. Hiernaast kan het familiale karakter van een onderneming ook zorgen voor specifieke problemen in een familiebedrijf. Wanneer ouders samenwerken met hun kinderen (of andere familieleden), zullen ze de neiging hebben extra genereus te zijn t.o.v. deze personen. Kinderen krijgen bijvoorbeeld extra voordelen die niet-

familiale werknemers niet krijgen. (Schulze, Lubatkin, Dino & Buchholtz, 2001). Voor banken zijn problemen binnen familiebedrijven een belangrijk aandachtspunt omdat deze problemen de terugbetalingscapaciteit van het bedrijf kunnen verkleinen. Kredietverschaffers zoals banken moeten dus overtuigd worden van de kwaliteiten van het familiebedrijf vooraleer ze kredieten verlenen. Een derde probleem dat het vertrouwen in familiebedrijven niet ten goede komt is de moeilijke governance-structuur van familiale ondernemingen. Uit onderzoek van Van den Berghe en Carchon (2002) blijkt dat deze bedrijven een veel ingewikkeldere corporate governance structuur hebben. Terwijl er zeven rollen worden onderscheiden bij gewone ondernemingen, zijn er dat vijftien bij familiale ondernemingen. Deze vermeerdering is te wijten aan de inmenging van de familie in het gehele bedrijf. De grote hoeveelheid aan bijkomende rollen en verschillende relaties leidt tot complexere structuren en moeilijkere beslissingen binnen de onderneming. Verder bleek ook dat aandeelhouders van een familiebedrijf veel passiever zijn. Dit zou er eventueel toe kunnen leiden dat zij zich geen bijkomende vragen stellen bij de jaarrekening. Hiernaast bestaat de Raad van Bestuur in familiebedrijven gemiddeld slechts uit vier leden en in niet-familiebedrijven uit gemiddeld zes leden. Deze zes leden zijn elk gekozen op basis van bepaalde criteria en vaardigheden terwijl dat in familiale ondernemingen niet altijd het geval is. De voorzitter van de Raad van Bestuur in een familiale onderneming is in veel gevallen ook de CEO. Dit fenomeen komt in mindere mate voor in de niet-familiale ondernemingen. Van den Berghe en Carchon (2002) merken ook op dat de leden van de Raad van Bestuur in familiebedrijven niet vaak samenkomen. Soms gebeurt dit zelfs niet jaarlijks, zoals voorgeschreven door de wet. Hieruit blijkt dat zij in deze ondernemingen in mindere mate hun controlerende functie kunnen uitoefenen. De cijfers in de jaarrekening van een familiebedrijf moeten goedgekeurd worden door de Raad van Bestuur, maar de juistheid hiervan kan daarom in vraag gesteld worden. Om de juistheid van deze cijfers met een voldoende mate van zekerheid te kunnen garanderen zal het dus belangrijk zijn dat ook andere partijen die cijfers gaan controleren.

Vooraleer banken kredieten verschaffen aan bedrijven, nemen ze eerst de beschikbare financiële gegevens onder de loep. Banken zijn alleen bereid geld te verschaffen aan een bedrijf wanneer er met een hoge mate van waarschijnlijkheid kan gezegd worden dat het bedrijf in staat zal zijn het geld terug te betalen. Naast geldverschaffers zijn er ook andere belanghebbenden die graag de financiële gegevens van een bepaald bedrijf bekijken. Voorbeelden hiervan zijn leveranciers of werknemers. Het is de verantwoordelijkheid van de auditor om na te gaan of de financieel gerapporteerde cijfers een getrouw beeld weergeven van de werkelijkheid. Er kan zich enerzijds een probleem voordoen wanneer de auditor er niet in slaagt fouten of frauduleuze praktijken te ontdekken en anderzijds wanneer de auditor

niet onafhankelijk is en met opzet bepaalde dingen over het hoofd ziet (Staubus, 2005). Toch is het voor elk bedrijf belangrijk om geld aan te trekken en dus om vertrouwen te winnen van mensen of instellingen die geld willen uitlenen. Met dit geld kunnen bedrijven op hun beurt winstgevende activiteiten uitbouwen die verder zullen zorgen voor economische groei. Een zekere schuldgraad is dus belangrijk voor de groei van een bedrijf. Onderzoek van Huynh en Petrunia (2010) toont dit aan. Ze stellen vast dat de groei van een bedrijf positief gerelateerd staat met de verhouding van het vreemd vermogen in dat bedrijf.

Er kunnen verschillende acties ondernomen worden om het gebrek aan vertrouwen te herstellen. Een belangrijke stap die een bedrijf kan nemen is de kwaliteit van de financiële informatie waarborgen. Dit kan bijvoorbeeld door het laten controleren van de jaarrekening door een externe, onafhankelijke auditor. Toch staat een audit van de jaarrekening niet altijd garant voor optimale kwaliteit van informatie. Dit is te wijten aan verschillende factoren. Ten eerste zijn niet alle bedrijven verplicht een externe auditor in te huren. Alleen grote bedrijven in België zijn hiertoe verplicht (IBR, 2011). Hiernaast bestaan er verschillen in de kwaliteit die een auditor levert. Zo wordt over het algemeen gepercipieerd dat auditors die voor grote auditbedrijven werken, kwalitatief betere rapporten afleveren (Lennox, 1999). Verder moeten bedrijfsrevisoren onafhankelijk en onpartijdig zijn, toch is dit niet altijd het geval (IBR, 2011). In de Verenigde Staten (VS) is de Sarbanes Oxley-wetgeving (SOX-wetgeving) in 2002 tot stand gekomen als reactie op de boekhoudschandalen en de daling in het vertrouwen dat hiermee gepaard ging. Om onpartijdigheid van de auditor na te streven stelt de SOX-wetgeving dat er elke vijf jaar van auditpartner veranderd moet worden. Verder wordt aan de hand van de SOX-wetgeving goede corporate governance gestimuleerd in de VS. De wetgeving is van toepassing op alle bedrijven die op de beurs in de VS genoteerd zijn, dit wil zeggen dat Belgische multinationals die een vestiging hebben in de VS hier ook rekening mee moeten houden. Ondanks dat de wetgeving alleen van toepassing is in de VS, heeft ze ook andere landen aangezet om aandacht te besteden aan het opstellen van wetten of aanbevelingen omtrent corporate governance (Miller, 2011). In België zijn twee corporate governance codes tot ontwikkeling gekomen: een code voor beursgenoteerde bedrijven en een code voor niet-beursgenoteerde bedrijven. De corporate governance codes in België geven richtlijnen aan ondernemingen om meer aandacht te besteden aan aandeelhouders en deugdelijk ondernemingsbestuur. De Belgische code voor beursgenoteerde bedrijven werd in 2004 voor het eerst gepubliceerd, zij werd bekend onder de naam 'Code Lippens'. De code houdt rekening met de Europese aanbevelingen en berust op het 'pas toe of leg uit'-principe. Dit wil zeggen dat beursgenoteerde ondernemingen niet strikt gebonden zijn aan de regels in de code. Zij moeten de code niet volgen wanneer zij daar genoeg argumenten toe hebben ("Belgische Corporate Governance Code", 2004). Hiertegenover zijn sommige

aanbevelingen opgenomen in de Belgische wetgeving waardoor de beursgenoteerde bedrijven hier niet van mogen afwijken. In 2009 werd de corporate governance code voor beursgenoteerde bedrijven herzien en opnieuw gepubliceerd onder de naam 'Belgische Corporate Governance Code II'. De tweede Belgische corporate governance code is een code voor niet-beursgenoteerd bedrijven. Deze kwam voor het eerst tot stand in 2005 onder de naam 'Code Buysse'. Het feit dat deze code gericht was op niet-beursgenoteerde bedrijven was uniek in de wereld. Ook de Code Buysse werd herschreven in 2009 en omgevormd tot 'Code Buysse II' (Buysse, 2009).

1.1.2. Onderzoeksprobleem

Ten eerste is het de bedoeling om in dit werk de nadruk te leggen op familiebedrijven. Deze bedrijven kunnen heel uiteenlopend zijn in de grootte, van een eenmanszaak tot een multinational. Wegens gebrek aan gedetailleerde informatie zullen internationale bedrijven niet opgenomen worden in dit onderzoek.

Hiernaast beperkt het onderzoek zich tot ondernemingen die gevestigd zijn binnen de Belgische grenzen. In België zijn maar liefst 70 procent van alle ondernemingen familiebedrijven. Dit wil zeggen dat ze een belangrijk onderdeel vormen van de totale Belgische economie (IFERA, 2003). Beursgenoteerde bedrijven zijn verplicht zich conform de bestaande wetten te gedragen. Dit wil zeggen dat zij verplicht worden aan bepaalde rapporteringsvereisten te voldoen. Banken zouden hierdoor minder negatief staan ten opzichte van familiebedrijven die op de beurs genoteerd zijn (Anderson, Mansi, Reeb, 2003). Omdat er gepercipieerd wordt dat beursgenoteerde familiebedrijven meer rapporteren en dus minder problemen kennen m.b.t. het verkrijgen van leningen, zullen de beursgenoteerde ondernemingen niet opgenomen worden in dit onderzoek.

De doelstelling van dit werk is om na te gaan of de kwaliteit en de kwantiteit van informatieverstrekking een effect heeft op de financiële structuur van familiebedrijven. Hieruit volgt de centrale onderzoeksvraag:

Bestaat er een positieve relatie tussen de kwaliteit en kwantiteit van informatieverstrekking en de schuldgraad van familiebedrijven?

Uit de centrale onderzoeksvraag kunnen deelvragen geformuleerd worden. Deze dienen ter aanvulling van het onderwerp van de masterproef. Ook helpen de deelvragen bij het onderbouwen en formuleren van de conclusie. De deelvragen die behandeld zullen worden zijn de volgende:

- Welk effect heeft de kwaliteit van de informatie in de jaarrekening van een familiale onderneming op de schuldgraad?
- Welke voor impact heeft de hoeveelheid informatie die gegeven wordt door een familiebedrijf op de schuldgraad?
- Zal er slechts een positieve relatie zichtbaar zijn tussen de kwaliteit of kwantiteit van informatie en de schuldgraad wanneer de winst laag is?
- Welke invloed hebben de grootte, de leeftijd, de hoeveelheid vaste activa, de winstgevendheid en de groei van een familiebedrijf op de schuldgraad?

Om antwoorden te kunnen formuleren op bovenstaande vragen wordt de masterproef opgedeeld in verschillende hoofdstukken.

1.2. Onderzoekopzet

Ten eerste wordt er een grondige literatuurstudie uitgevoerd waarin een uiteenzetting gegeven zal worden over het familiebedrijf. De laatste jaren is er meer en meer informatie beschikbaar m.b.t. familiebedrijven in de literatuur. Aan de hand hiervan wordt vooreerst gezocht naar een definitie van een familiebedrijf. Ook zal er aandacht besteed worden aan de moeilijkheden die zich kunnen voordoen in deze bedrijven. Voorbeelden van moeilijkheden zijn de problemen die een opvolging met zich meebrengt of problemen m.b.t. de informatie-asymmetrie binnen een bedrijf. Deze topics zullen uitvoerig besproken worden omdat dit in familiale ondernemingen belangrijke barrières kunnen vormen voor het verkrijgen van de nodige financiering. Ook wordt er stilgestaan bij de financieringsvorm waaruit familiale ondernemingen kunnen kiezen.

Een volgend onderdeel handelt over de kwaliteit en kwantiteit van informatie. Eerst zal onderzocht worden welke factoren de kwaliteit van informatie doen verbeteren. Er zal aandacht besteed worden aan het vertrouwen en of men dit terug kan laten stijgen door middel van het inhuren van een externe auditor. Verder zal onderzocht worden of het inhuren van een auditor van een 'Big4' auditkantoor het vertrouwen een grotere positieve boost kan geven dan een auditor van een niet-'Big4' auditkantoor. Ook wordt er stilgestaan bij de eigenschappen van kwaliteitsvolle externe auditors. Vervolgens besteedt deze masterproef aandacht aan de kwantiteit van de informatie. Dit zou gemeten kunnen worden aan de hand van het feit of de onderneming een verkorte of volledige jaarrekening opstelt.

Vervolgens worden de onderzoekshypothesen onderbouwd en geformuleerd. Later in deze masterproef worden deze hypothesen op empirische wijze getest. Om de hypothesen te kunnen testen, moet er data verzameld worden. De nodige data zal gehaald worden uit de Bel-first Database van Bureau Van Dijk. Wanneer voldoende data verzameld is, worden de hypothesen empirisch getest met hulp van het statistisch softwarepakket 'SPSS'.

H2 Familiebedrijven

De IFERA (International Family Enterprise Research Academy) deed in 2002 onderzoek naar de belangrijkheid van familiebedrijven. In de westerse economie profileert de meerderheid van de ondernemingen zich als familieonderneming. In België zijn ongeveer 70% van de bedrijven familiebedrijven. In het algemeen blijken deze bedrijven kleiner te zijn dan niet-familiale bedrijven. Dit toont zich in het feit dat het percentage van het bbp (bruto binnenlands product) van familiebedrijven 10% tot 30% lager ligt dan het percentage dat ze vertegenwoordigen ten opzichte van alle bedrijven in hun land. In België vertegenwoordigen de familiebedrijven bijvoorbeeld slechts 55% van het bbp, dit ligt 15% lager dan het percentage van alle familiebedrijven ten opzichte van alle bedrijven actief in België (IFERA, 2003).

In dit hoofdstuk zullen vooreerst enkele definities gegeven worden van familiebedrijven. Vervolgens zal er aandacht besteed worden aan de problemen waarmee deze bedrijven te maken krijgen. Tot slot zullen enkele theorieën aan bod komen over de kapitaalstructuur van ondernemingen.

2.1. Definities

In de literatuur zijn veel definities terug te vinden over familiebedrijven. Er zijn dan ook enkele elementen die in meerdere definities terugkomen. Hieronder worden enkele belangrijke definities besproken.

Een eerste duidelijke definitie kan gevonden worden op de website van het IFB (Instituut voor het Familiebedrijf). Het instituut stelt dat een onderneming aan twee voorwaarden moet voldoen om onder de categorie van familiale ondernemingen te vallen. Een eerste voorwaarde is het feit dat voor niet-beursgenoteerde bedrijven 50% van de stemrechten op de algemene vergadering in handen moet zijn van één familie. Voor beursgenoteerde bedrijven volstaat het wanneer de familie slechts 25% van de stemgerechtigde aandelen bezit. Ondanks deze daling in het percentage van het aandelenbezit bij beursgenoteerde bedrijven, zorgt de 25% van de stemkracht toch voor feitelijke meerderheid omdat de aandelen van beursgenoteerde bedrijven wijder verspreid zijn. Een tweede voorwaarde vertaalt zich in het feit dat minstens één familielid actief moet zijn in het management of in het dagelijks bestuur van het bedrijf.

Chua, Chrisman en Sharma zochten in 1999 naar een definitie voor een familiebedrijf. Er werd al snel opgemerkt dat verschillende auteurs gebruik maken van verschillende definities met de nadruk op andere aspecten. Sommigen leggen bijvoorbeeld eerder de nadruk op het

eigenaarschap, anderen dan weer op het management dat bestaat uit familieleden. De definitie waar de auteurs toe komen is de volgende:

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

Deze definitie impliceert dat de familie de dominante coalitie beheert maar dit wil niet noodzakelijk zeggen dat eenzelfde familie eigenaar is van de onderneming in kwestie. Hiernaast stelt bovenstaande definitie dat de bedrijfsvisie duurzaam moet zijn over de generaties heen, maar zij kan wel veranderd worden wanneer dit veranderingsproces in gang wordt gezet door de dominante coalitie en wanneer de continuïteit van de onderneming wordt verzekerd.

Van den Berghe en Carchon (2002) schrijven dat een bedrijf een familiebedrijf genoemd mag worden zodra er aan één van de volgende voorwaarden voldaan wordt:

- De meerderheid van de aandelen zijn in het bezit van één oprichter (dit noemen de schrijvers ook een *“person-backed family firm”* of een *“PFB”*);
- De meerderheid van de aandelen zijn in het bezit van één familie (ook de *“family-backed family firm”* of *“FFB”* genoemd);
- Eén familie is in staat om een grote invloed uit te oefenen op het beleid van het bedrijf of het management van het bedrijf bestaat voor een groot deel uit leden van dezelfde familie

Een vierde definitie die gevonden kan worden komt van Churchill en Hatten (1987). Volgens de auteurs kan men een familiebedrijf onderscheiden van andere bedrijven omdat hier de verwachting groeit dat een jonger familielid de controle over het bedrijf zal overnemen van een voorganger. De overname zal plaats kunnen vinden doordat er een familiale relatie bestaat tussen de voorganger en de overnemer. Professionele marktwaarde van de opvolger wordt hier als minder belangrijk beschouwd.

We kunnen concluderen dat er verschillende definities zijn, die elk hun eigen nadruk leggen.

2.2. Problemen in familiebedrijven

Er bestaan een aantal voordelen m.b.t. het runnen van familiebedrijven t.o.v. niet-familiale bedrijven. Eén van de meest voorkomende voordelen is dat consumenten geloven dat

familiebedrijven een betrouwbaar bestuur hebben. Ze zijn van mening dat de activiteiten van familiebedrijven meer te vertrouwen zijn dan die van niet-familiale bedrijven (Eddleston, Chrisman & Steier, 2010). Verder krijgen familiale ondernemingen vaak een maatschappelijk verantwoord imago opgespeld. Dit komt omdat familieleden zich identificeren met het bedrijf, omdat ze de reputatie van het bedrijf hoog willen houden en omdat ze eerder de neiging kunnen hebben om ethisch verantwoord te handelen (Chrisman, Steier & Chua, 2006).

Toch worden familiebedrijven ook gekenmerkt door heel wat problemen die belangrijk kunnen zijn voor kredietverleners. Het kiezen van slechte opvolging kan de prestaties van het bedrijf op een negatieve manier beïnvloeden. Het kiezen van een opvolger is een delicate zaak in een familiebedrijf. Hiernaast kan informatie-asymmetrie ook moeilijkheden teweeg brengen binnen familiebedrijven.

2.2.1. Opvolging

De opvolging van de CEO is belangrijk want de opvolger moet instaan voor de continuïteit van het bedrijf. Zoals gelezen kan worden in het vorige hoofdstuk slaagt slechts een klein percentage van de familiebedrijven in een succesvolle opvolging naar de tweede generatie. Deze opvolging vormt dan ook een discussiepunt in vele familiale ondernemingen. De keuze tussen een insider (iemand binnen de familie) of een outsider (iemand buiten de familie) is niet vanzelfsprekend (Lin & Hu, 2007).

Een noodzakelijke vereiste voor het kunnen voortbestaan van het familiebedrijf is de opvolging tijdig plannen. Dit moet gebeuren wanneer het bedrijf zal worden overgenomen door een lid van de eigen familie of door een extern persoon. De oprichters van een familiale onderneming wensen in bijna alle gevallen dat de onderneming wordt overgenomen door een erfgenaam. Toch is het doorgeven van de onderneming aan een erfgenaam niet altijd realiseerbaar. In dat geval moeten er externen ingeschakeld worden om het bestuur over te nemen (Klein, 2007).

Italiaans onderzoek, door Cucculelli en Micucci (2008), heeft aangetoond dat de prestaties van een familiebedrijf bijna altijd afzwakken als de CEO wordt opgevolgd. Wanneer de taken van de CEO werden overgenomen door een outsider ondervond men eerder een stijging van prestaties. Opvallend was dat de prestaties feller afzwakten wanneer men opteerde voor een opvolger binnen de eigen familie. Dit kan ten eerste verklaard worden door het feit dat wanneer een erfgenaam de taken van de CEO overneemt, deze niet snel geneigd zal zijn een reorganisatie door te voeren in het desbetreffende bedrijf. Verder merkten Cucculelli en Micucci (2008) op dat de prestatiedaling van familiebedrijven een grotere impact heeft wanneer deze bedrijven opereren in competitieve sectoren. In competitieve sectoren is het

talent van een opvolger van cruciaal belang. Ten derde tonen de resultaten van een studie van Bennesen, Nielsen, Perez-Gonzales en Wolfenzon (2007) aan dat externe CEO's veelal over sterkere kwaliteiten beschikken als het gaat over het runnen van een bedrijf. Tot slot kan men opmerken dat de keuze tussen een in- of outsider ook kan afhangen van culturele verschillen of andere verschillen die in landen aanwezig zijn m.b.t. het hanteren van waarden en normen.

De problemen in verband met de opvolging van de bedrijfsleider in een familiebedrijf zouden deze bedrijven in een negatief daglicht kunnen plaatsen. Ook bankiers zouden zich hierdoor een negatiever beeld kunnen vormen over familiebedrijven. Dit kan ertoe leiden dat de kans op het verschaffen van kredieten aan familiale ondernemingen daalt.

2.2.2. Informatie-asymmetrie

Er kan informatie-asymmetrie ontstaan tussen verschillende partijen. De agency theorie is gebaseerd op het bestaan van informatie-asymmetrie. Dit is een veelbesproken theorie die door de jaren heen voor- en tegenstanders heeft gekregen.

2.2.2.1. Adverse selection en moral hazard

Het gebrek aan transparante informatie binnen familiebedrijven kan tot heel wat problemen leiden. Dit gebrek wordt informatie-asymmetrie genoemd en zorgt ervoor dat een partij informatievoordeel heeft ten opzichte van een andere partij. Er kan informatie-asymmetrie optreden tussen verschillende partijen. Zo kan een familielid over meer informatie beschikken dan iemand die geen lid is van de familie, een onderneming meer informatie hebben dan een kredietverlener, een manager meer weten dan een aandeelhouder, ...

Informatie-asymmetrie kan tot belangrijke negatieve gevolgen hebben. Ten eerste kan er averechtse selectie, of *adverse selection*, voorkomen. Daarnaast is er de problematiek rond *moral hazard*. Averechtse selectie is het inhuren of promoten van werknemers die niet de vereiste eigenschappen bezitten voor dit werk. Dit proces ontwikkelt zich in de tijdsperiode die voorafgaat aan de samenwerking van twee partijen. De ene partij zal dan opzettelijk bepaalde informatie over zijn negatieve kanten verzwijgen ten opzichte van de andere partij om zo toch ingehuurd te worden. Averechtse selectie vertaalt zich in familiebedrijven vooral in het feit dat familieleden met mindere kwaliteiten toch verkozen worden als werknemer boven een externe persoon. Daarnaast is *moral hazard* een verandering in het gedrag van één van de betrokken partijen. Deze gedragsverandering vindt plaats nadat er een contract is afgesloten. Een partij kan dan acties uitvoeren die niet opgenomen zijn in het contract. Ook kan die partij de in het contract afgesloten acties weigeren uit te voeren (het niet

uitvoeren van afgesproken handelingen wordt *free-riding* genoemd). De gedragsveranderingen van een partij kunnen negatieve gevolgen hebben voor de andere betrokken partijen, bijvoorbeeld omdat het werk nu niet (goed) wordt uitgevoerd. (Husted, 2007). *Moral hazard* is vooral merkbaar in familiale ondernemingen wanneer slecht presterende familieleden niet gesanctioneerd worden voor hun gedrag terwijl dit wel zou gebeuren bij slecht presterende externe werknemers. Tot slot wordt opgemerkt dat averechtse selectie en *moral hazard* vaker voorkomen in familiale ondernemingen t.o.v. andere ondernemingen (Schulze et al., 2001; Lubatkin et al., 2005).

Karra, Tracey en Philips (2006) deden onderzoek naar probleemsituaties binnen familiebedrijven. Zij bestudeerden het familiebedrijf 'Neroli', een bedrijf gespecialiseerd in kleding- en lederwaren. Het hoofdkantoor bevond zich in Turkije en de oprichter was Ishmael Karov. Hij was al langer actief op de textielmarkt vooraleer hij met zijn eigen bedrijf startte. Karov had dus al verschillende connecties opgebouwd, hierdoor kende zijn bedrijf al snel een sterke groei. Dit bedrijf had ook te kampen met problemen omtrent *moral hazard* en averechtse selectie. Deze problemen werden vooral in latere stadia zichtbaar, wanneer het bedrijf al een groei heeft gekend. Een voorbeeld van *moral hazard* in het bedrijf kan gegeven worden door het gedrag van de broers van de oprichter. Zij hadden, naarmate het bedrijf groeide, minder en minder interesse in het bedrijf en voerden hun werk niet meer uit. Toch heeft de oprichter, Karov, hen niet ontslaan omdat zij tot de familie behoorden. Een voorbeeld van averechtse selectie kan gegeven worden in het aanwervingsgedrag van Karov. Hij hechtte meer belang aan de afkomst of de connecties van de toekomstige medewerkers dan de kwaliteiten. Dit leidde in veel gevallen tot slechte prestaties van de aangeworven personen.

2.2.2.2. Agency problemen

Volgens de agency theorie kan een agent het vermogen van een principaal beïnvloeden door zijn eigen doelen voorop te stellen. Agenten worden dikwijls gezien als managers en principalen als eigenaars/aandeelhouders, maar dit hoeft niet altijd zo te zijn. In een onderneming kunnen er meerdere partijen bestaan met tegengestelde belangen. De drie belangrijkste partijen die tegengestelde belangen kunnen hebben zijn aandeelhouders, schuldeisers en managers (Laveren et al., 2009). Deze partijen hebben tegenstrijdige belangen die met elkaar in conflict kunnen gaan. Wanneer dit gebeurt, kan men spreken van agency conflicten.

(a) Aandeelhouder-manager agency problemen

Volgens Eisenhardt (2006) ontstaan agency problemen door twee moeilijkheden. Ten eerste kunnen de doelstellingen van agenten (managers) en principalen (eigenaars) verschillen. Managers streven eerder naar het verkrijgen van een zo hoog mogelijk loon, terwijl eigenaars of aandeelhouders een zo hoog mogelijke aandeelhouderswaarde willen bereiken. Een tweede moeilijkheid is het feit dat de principaal niet altijd kan weten waar de agent werkelijk mee bezig is. Ook kan opgemerkt worden dat agency problemen niet puur door egoïstische drijfveren van managers en aandeelhouders ontstaan. Ze komen in eerste instantie tot stand wanneer beide partijen tegengestelde belangen nastreven. Het kan echter ook voorvallen dat managers niet gedreven worden door eigenbelang, maar wel door de voldoening die ze halen uit de voordelen die ze kunnen creëren voor anderen (Heath, 2009). De nodige handelingen die managers hiervoor uitvoeren, kunnen nog steeds in strijd zijn met de doelen die aandeelhouders voor ogen hebben.

Altruïsme

De aandeelhouder-manager agency problemen kunnen zich ook vertalen in altruïstisch gedrag door de aandeelhouder of manager in het familiebedrijf. Altruïsme kan beschreven worden als de neiging die een persoon heeft om bepaalde activiteiten uit te voeren ten voordele van iemand anders. Dit gebeurt in principe ook uit egoïstische overwegingen omdat deze persoon hier zelf voldoening uit haalt (Schulze et al., 2001). Altruïsme kan onder verschillende vormen voorkomen in een familiebedrijf, op een positieve of negatieve manier. In de literatuur bestaan er twee verschillende meningen over het effect van altruïsme binnen het familiebedrijf.

Negatieve kant van altruïsme

De leidinggevende van een familiebedrijf kan agency problemen aansterken door het hebben van altruïstische neigingen (Lubatkin, et al., 2005). Vooreerst heeft voorgaand onderzoek aangetoond dat ouders veel vrijgeviger zijn ten opzichte van hun kinderen dan omgekeerd. Wanneer kinderen tewerk gesteld worden in het bedrijf van de ouders, is de kans dan ook groot dat zij worden bevoordeeld door de ouders (Chrisman et al., 2006). Dit altruïstisch gedrag van de ouders, die ook leidinggevend zijn, kan als gevolg hebben dat de kinderen hun werk niet nauwkeurig uitvoeren en hier niet gestraft voor worden. Familiale werknemers beseffen dat zij niet gestraft zullen worden en hebben daarom niet de intentie om het werk uit te voeren zoals contractueel afgesproken. De kans op *free-riding* wordt dus aangesterkt. Hiernaast kan altruïstisch gedrag in familiale ondernemingen er ook voor zorgen dat buitenstaanders niet snel aangenomen worden. Aan de eigen kinderen wordt sneller werk

aangeboden, ook al beschikken zij niet over de nodige kwaliteiten (Lubatkin et al., 2005). Motieven hiervoor zijn bijvoorbeeld de rijkdom van de familie nauwgezet in het oog kunnen houden (Chrisman et al., 2006).

Positieve kant van altruïsme

Als ouders, die ook de leiders zijn van het bedrijf, hun altruïstische neigingen binnen de perken kunnen houden, dan kan altruïsme positief zijn voor het familiebedrijf en zijn werknemers (Lubatkin et al., 2005). Door het beheersen van de altruïstische neigingen kunnen de kinderen, die ook werknemers zijn, opgevoed worden met besef van waarden. Zo kunnen zij betrouwbare werknemers worden die later eventueel kunnen doorgroeien tot betrouwbare leiders. Daarnaast kunnen kinderen ook altruïstische gedrag vertonen ten opzichte van hun ouders. Dit komt omdat ze dankbaar zijn voor het werk dat ouders hen verschaft hebben. Die dankbaarheid kan zich vertalen in hard werken in en trouw blijven aan het familiebedrijf.

Praktijkvoorbeeld

In het onderzoek dat Karra, Tracey en Philips (2006) deden naar het familiebedrijf 'Neroli', merkt men op dat Karov (de oprichter) het bedrijf opstartte uit altruïstische overwegingen. Hij nam daarom onmiddellijk verschillende familieleden in dienst. Ook verre familie en aanverwanten konden bij hem terecht voor en baan, Karov voelde zich verantwoordelijk voor het welzijn van deze mensen. Omdat in de eerste jaren vooral familieleden en personen van dezelfde etnische groepen werden aangeworven, zorgde dit voor veel vertrouwen, een grote verbondenheid en dus weinig informatie-asymmetrie wat op zijn beurt leidde tot bijna geen agency kosten. Naarmate het bedrijf van Karov succesvoller en groter werd, werden ook de agency problemen ernstiger en groter. Uitbreidingen naar andere landen kenden geen succes. Dit omdat de groei niet werd gesteund door mensen met kennis en ervaring, maar wel door mensen van dezelfde afkomst of familie. Uit dit praktijkvoorbeeld concluderen de onderzoekers dat altruïsme binnen de eerste stadia van de familiale onderneming de agency kosten kan beperken. Pas in latere jaren, wanneer de onderneming groter wordt, zal het een negatief effect hebben op deze kosten.

Het feit dat altruïsme een familiebedrijf in een negatief daglicht kan zetten heeft ook impact op de visie die de schuldeiser heeft over het bedrijf. Schuldeisers zoals banken kunnen hierdoor bijvoorbeeld een hogere interest vragen aan familiebedrijven. Dit heeft een negatief effect op de relatie tussen de schuldeiser en de aandeelhouder.

(b) Aandeelhouder-schuldeiser agency probleem

Het aandeelhouder-schuldeiser agency probleem weerspiegelt de mogelijke problemen tussen aandeelhouders en schuldeisers in een bedrijf. Managers opereren in naam van de aandeelhouders van de onderneming, zij sluiten dus ook leningen af bij de bank in naam van de aandeelhouders. Er ontstaan aandeelhouder-schuldeiser agency conflicten wanneer de managers het geleende bedrag investeren in risicovollere projecten dan initieel afgesproken (Jensen & Meckling, 1967). Risicovollere projecten kunnen een hogere winst genereren voor bedrijven die in zulke projecten investeren maar de slaagkans van het project ligt lager dan die van een project met een lager risicopercentage. Wanneer zulk een project faalt, dan zal het de bank zijn die het falingsrisico draagt omdat de aandeelhouders van beperkte aansprakelijkheid genieten. Dit is de reden waarom banken afspraken maken over de projecten waarin geïnvesteerd kan worden vooraleer ze effectief kredieten verlenen.

Wanneer banken leningen uitgeven aan familiebedrijven zal de kans bestaan dat ze hier strengere voorwaarden aan verbinden. Dit doen ze om de agency problemen te beperken. De strengere voorwaarden kunnen impliciet of expliciet in de prijs van een lening gereflecteerd worden. Met impliciet bedoelt men het als borg staan voor de lening. Wanneer banken eisen dat eigenaars borg staan voor de aangegane lening, is de kans groter dat de eigenaars voorzichtig met het geld zullen omgaan. Dit zal er op zijn beurt voor zorgen dat de waarschijnlijkheid stijgt dat de lening kan worden terugbetaald. Met expliciete voorwaarden wordt het uitgeven van leningen aan hogere interesten bedoeld. (Steijvers & Voordeckers, 2009).

2.2.2.3. Agency kosten

Agency conflicten kunnen kosten voor de onderneming met zich meebrengen, agency kosten. Hierdoor daalt de waarde van de onderneming en deze waardedaling wordt het agency kost effect genoemd (Laveren et al., 2009). Jensen en Meckling (1976) onderscheiden twee soorten agency kosten: *monitoring* kosten en *bonding* kosten. *Monitoring* kosten zijn kosten verbonden aan het toezicht houden op de agent en het bewaren van gezag over de agent. Een bank die handelt als principaal zal dit gedrag proberen te beheersen aan de hand van het opstellen van contracten met convenanten. Hiernaast kan een agent additionele kosten maken om de bank ervan te overtuigen dat er niet wordt gehandeld tegen de belangen van deze partij in. Deze kosten noemt men dan *bonding* kosten.

Het agency kost effect kan geminimaliseerd worden door agency kosten te beperken. Bij een zo laag mogelijk agency kost effect kan er een optimale schuldgraad gevonden worden voor

een onderneming. Bedrijven kunnen een afweging proberen te maken tussen de agency kosten van schulden en de voordelen bij het aangaan van schuldfinanciering (Jensen & Meckling, 1976). Specifiek gericht op familiebedrijven bestaat er geen eenduidigheid over het effect van deze bedrijven op agency kosten.

(a) Familiebedrijven hebben een positief effect op agency kosten

Sommige auteurs zijn van mening dat agency conflicten in mindere mate aanwezig zijn in een familiebedrijf. Een manager die ook eigenaar is, zal niet handelen in het nadeel van eigenaars of dus zichzelf. Op die manier zijn er minder controlemechanismen nodig wat de agency kosten naar beneden haalt (Fama & Jensen, 1983). Verder kan altruïstisch gedrag ook positieve effecten met zich meebrengen, dit leidt dan tot een daling in de agency kosten (Lubatkin et al., 2005; Karra, Tracey & Philips, 2006). Ten derde kan opgemerkt worden dat familiale ondernemingen zich eerder focussen op resultaten op lange termijn (Lumpkin, Brigham, & Moss, 2003). Dit omdat de leider van een familiebedrijf het bedrijf wil laten voortbestaan naar de volgende generatie toe. Doordat familiebedrijven op lange termijn willen blijven bestaan, zal de leiding geen risicovolle projecten aanvaarden. De managers en (familiale) aandeelhouders richten zich allemaal op waarde creatie op lange termijn. Op die manier worden agency conflicten geminimaliseerd tussen aandeelhouders en schuldeisers. Ook agressieve concurrentie zullen de bedrijven trachten te vermijden. Lumpkin et al. (2003) merken tot slot op dat de focus bij veel familiale ondernemingen op lange termijn ligt, maar niet bij alle familiebedrijven.

(b) Familiebedrijven hebben een negatief effect op agency kosten

Naast de auteurs die geloven dat agency kosten in familiebedrijven lager liggen, zijn er ook een aantal tegenhangers van deze stelling.

Banken kunnen extra voorwaarden verbinden aan leningen die worden aangegaan door familiale ondernemingen. Dit doen banken omdat ze geloven dat agency problemen veel voorkomender zijn in deze bedrijven. De extra voorwaarden in de schuldcontracten worden in de prijs van de lening gereflecteerd. Dit wil zeggen dat familiale ondernemingen extra kosten dragen door het bestaan van agency conflicten (Steijvers & Voordeckers, 2009). Beursgenoteerde familiebedrijven zouden hier tegenover geen extra kosten ondervinden bij het aangaan van een lening bij een bank. Dit kan verklaard worden door het feit dat zij verplicht worden de rechten van alle aandeelhouders te beschermen (Anderson et al., 2003). Ten tweede kan altruïsme ook negatieve gevolgen hebben voor een familiebedrijf (Lubatkin, Schulze, Ling, & Dino, 2005; Chrisman et al., 2006; Karra, Tracey, & Philips, 2006). Vervolgens erkennen Lubatkin et al. (2005) het probleem van zelfcontrole in een familiale

onderneming waar de managers ook eigenaars zijn. De auteurs geloven dat er in deze ondernemingen een gebrek is aan externe controlemechanismen. Hierdoor stijgt de kans dat personen die geen lid zijn van de familie te kampen krijgen met informatie-asymmetrie. Dit kan op zijn beurt zorgen voor agency conflicten en dus agency kosten.

2.2.3. Gebrek aan controle van familieleden

Volgens de *stewardship* theorie wordt het gedrag van managers in een bedrijf niet enkel gestuurd door egoïstische prikkels. De theorie verklaart dat managers een bijdrage willen leveren aan het bedrijf en zijn bijhorende aandeelhouders (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997). Wanneer in familiale ondernemingen de managers ook eigenaar zijn, zullen zij meer investeren in het opbouwen en behouden van een goede reputatie. Dit doen zij omdat hun verleden, heden en toekomst vasthangt aan het familiebedrijf, wat niet het geval is wanneer de manager geen eigenaar is. De eigenaar/manager voelt zich meer betrokken met het familiebedrijf. Dit sterkt het lange-termijn denken aan, zelfs over verschillende generaties heen (Davis, Allen, & Hayes, 2010).

Ondanks het feit dat de *stewardship* theorie door velen als iets positiefs wordt gezien, kent deze theorie ook enkele nadelen. Ten eerste kan de eigenaar/manager van een familiebedrijf zich goed voordoen waardoor hij het vertrouwen kan winnen van verschillende stakeholders. Omdat de eigenaar/manager niet effectief gecontroleerd wordt, kan hij misbruik maken van het vertrouwen en fraude plegen (Miller & Le Breton-Miller, 2006). Dit kan ook omdat er veel meer vertrouwen heerst tussen familiale werknemers en een manager van dezelfde familie (Davis et al., 2010). Hiernaast kan een eigenaar/manager te dominerend zijn waardoor hij zonder input van anderen beslissingen kan nemen die eventueel te risicovol zijn (Miller & Le Breton-Miller, 2006). Het blindelings vertrouwen in de CEO van een familiebedrijf of het overdreven dominant gedrag van deze persoon kan dus ook problemen teweeg brengen. Kredietverschaffers die zich bewust zijn van deze problemen zullen minder gemakkelijk geld uitlenen aan deze bedrijven.

2.2.4. Conclusie

Naast de problemen m.b.t. de opvolging in familiebedrijven kunnen ook agency problemen of het te weinig controle uitvoeren belangrijke moeilijkheden veroorzaken binnen deze familiebedrijven. Omdat familiale ondernemingen gekenmerkt worden door verschillende problemen kunnen zij beperkingen ondervinden wanneer zij bankkredieten willen aantrekken. Het feit dat familiale ondernemingen moeilijk kredieten kunnen aantrekken van

een bank zou zelfs kunnen leiden tot kredietrantsoenering. Dit begrip wordt in de volgende paragraaf toegelicht.

2.2.5. Informatie-asymmetrie en het effect op financiering

Problemen m.b.t. de opvolging binnen een familiebedrijf, informatie-asymmetrie tussen banken en bedrijven en gebrek aan controle van familieleden kan leiden tot kredietrantsoenering. Dit fenomeen kan het bekomen van leningen bemoeilijken. Kredietrantsoenering wordt ook kredietschaarste genoemd en kan gezien worden als gevolg van het onderuitgaan van de markt in de hedendaagse kapitalistische economie (Stiglitz & Weiss, 1981; Steijvers, Voordeckers, & Mercken, 2004). Dit wil zeggen dat de vraag naar kredieten groter zal zijn dan het aanbod van kredieten. Theoretisch verwacht men dat bij een kloof tussen vraag en aanbod, deze naar elkaar toe zullen evolueren tot in een nieuw evenwicht. In praktijk blijkt dit niet het geval. Door het bestaan van interne problemen in een onderneming krijgt deze onderneming geen lening terwijl een andere onderneming met hetzelfde risicoprofiel de lening wel kan verkrijgen. Ook wanneer het geweigerde bedrijf bereid is een hogere interest te betalen, zullen de banken de lening niet toestaan (Stiglitz & Weiss, 1981). Dit komt vooral door de informatie-asymmetrie die bestaat tussen het bedrijf en de bank waardoor de bank de terugbetalingscapaciteit van het bedrijf verkeerd inschat (Drakos, Giannakopoulos, 2011). Steijvers et al. (2004) merken op dat een tekort aan kredieten niet altijd als negatief beschouwd mag worden omdat dit bedrijven ertoe aanzet efficiënter om te gaan met kredieten. Hiernaast kan kredietrantsoenering eerder in familiale ondernemingen voorkomen omdat vooral deze bedrijven gekenmerkt worden door het gebrek aan transparante informatie en de problemen die hiermee gepaard gaan (Schulze et al., 2001; Lubatkin et al., 2005).

In de literatuur zijn er een aantal mechanismen te vinden die een oplossing kunnen bieden voor bedrijven die te maken hebben met kredietrantsoenering (Steijvers et al., 2004). Zo kunnen waarborgverleningen, convenanten, looptijden van schulden en relatiebankieren hulp bieden om kredietrantsoenering te beperken.

2.2.5.1. Waarborgverlening

Financiële instellingen kunnen kredietcontracten uitgeven waarin waarborgen zijn opgenomen. Dit wordt gedaan om problemen met betrekking tot informatie-asymmetrie te verminderen tussen het bedrijf en de kredietverlener (Binks & Ennew, 1997). Kleinere ondernemingen, en dus ook de kleinere familiebedrijven, zullen meer te maken krijgen met waarborgverleningen dan grote bedrijven (Steijvers, Voordeckers, & Vanhoof, 2010). Door waarborgen op te nemen in het contract kunnen de bedrijven lenen aan gunstigere

voorwaarden (Berger & Udell, 1998). In ruil voor de waarborg krijgt de onderneming namelijk een lagere interest op de lening. Hier tegenover staat het risico op het verliezen van de waarborg wanneer de onderneming niet voldoende return krijgt op het project waarvoor hij de lening heeft aangegaan. Wanneer dit risico te groot is, zullen de voordelen van een lagere interestvoet niet kunnen opwegen tegen de kosten van het aangaan van waarborgverleningen. Het bedrijf zal dan weigeren de lening aan te gaan. Ook de omgekeerde redenering geldt. Men stelt dat de waarden van projecten kunnen weerspiegeld worden aan de hand van het aanbod aan waarborgen (Steijvers et al., 2010). Naast deze redenering zijn er in de literatuur ook tegengestelde meningen te vinden. Sommige auteurs geloven dat risicovolle bedrijven eerder geneigd zullen zijn meer waarborgen te verlenen (Chan & Kantatas, 1985). Hiernaast concluderen anderen dat er geen verband bestaat tussen het risico van een bedrijf en de waarborgen (Boot, Thakor, & Udell, 1991).

Er kunnen twee soorten waarborgen onderscheiden worden, de zakelijke waarborg en de persoonlijke waarborg. Deze worden ook respectievelijk "*inside collateral*" en "*outside collateral*" genoemd (Berger & Udell, 1998). Zakelijke waarborgen zijn waarborgen die voortvloeien uit de activa van een bedrijf. Wanneer een bedrijf zijn terugbetalingsverplichtingen niet kan nakomen, kan de kredietverlener zich richten tot de activa van het bedrijf die als onderpand dienen. Als er een persoonlijke waarborg voorkomt in het contract, dan heeft de financiële instelling verhaalrecht op bezittingen buiten de onderneming. Meestal worden persoonlijke bezittingen van de bedrijfsleider als waarborg gegeven (Berger & Udell, 1998; Steijvers et al., 2010). Vooral kleine en jonge bedrijven en bedrijven met zeer weinig liquide activa zijn in mindere mate in staat om zakelijke onderpanden te geven. Zij moeten daarom sneller overstappen op persoonlijke waarborgen. Onderzoek van Steijvers et al. (2010) heeft aangetoond dat bij familiebedrijven de kans op het geven van persoonlijk onderpand stijgt.

2.2.5.2. *Convenanten*

Convenanten zijn voorwaarden die worden opgenomen in schuldcontracten tussen bedrijven en financiële instellingen. Door het feit dat banken extra voorwaarden vastleggen aan kredietcontracten, kunnen zij meer controle uitoefenen op de onderneming. Een voorbeeld van een extra voorwaarde is het houden van bepaalde financiële ratio's binnen door de bank vooropgestelde grenzen (Nikolaev, 2010). Vooral in langetermijncontracten zullen convenanten voorkomen (El-Gazzar & Pastena, 1991). Daarnaast worden zulke convenanten veeleer opgenomen in contracten met bedrijven die meer gekenmerkt worden door informatie-asymmetrie. Deze ondernemingen worden nu aangemoedigd om transparantere informatie door te spelen. Op die manier kunnen agency problemen beperkt

worden. Financiële instellingen krijgen hierdoor een grotere controle op de acties die het bedrijf uitvoert. Toch kan men opmerken dat er niet te veel macht naar de financiële instelling mag gaan omdat de onderneming dan niet meer efficiënt kan opereren (Chava & Roberts, 2008)

2.2.5.3. Looptijd van schulden

Een derde mechanisme dat kredietransoenering kan beperken is de looptijd van schulden. Algemeen wordt gesteld dat een lening met een lange looptijd een groter risico meebrengt voor de bank. Wanneer men de looptijd van schulden kan beperken, daalt het risico dus ook voor de bank. Banken die looptijden van schulden gebruiken als mechanisme, verplichten de onderneming om telkens opnieuw te onderhandelen over een nieuwe kortlopende lening. Dit heeft als gevolg dat banken meer controle kunnen uitoefenen op het bedrijf en dat er meer informatie wordt uitgewisseld (Steijvers et al., 2004).

Vooraf leningen van KMO's zullen van kortlopende duur zijn (Pettit & Singer, 1985). Dit komt omdat vooral de kleinere bedrijven gekenmerkt worden door informatie-asymmetrie. Banken staan minder positief ten opzichte van het verschaffen van leningen aan deze bedrijven. Grote bedrijven daarentegen genieten van meer vertrouwen van banken. Hierdoor hoeven zij geen beroep te doen op opeenvolgende kortlopende leningen.

2.2.5.4. Relatiebankieren

Als laatste kan kredietransoenering vermeden worden door relatiebankieren (Steijvers et al., 2010). Boot (2000) definieert relatiebankieren als een financiële dienst geleverd door een financiële instelling waarbij geïnvesteerd wordt in een langdurige relatie tussen bank en bedrijf. Met behulp van deze relatie krijgen financiële instellingen specifieke informatie ter beschikking die niet toegankelijk is voor het brede publiek. Hiernaast wordt de investering van het bedrijf geëvalueerd met behulp van verschillende interacties voor verschillende tijdsperiodes en/of voor verschillende producten. Door middel van relatiebankieren kunnen problemen in verband met asymmetrische informatie en agency problemen tussen bedrijven en financiële instellingen beperkt worden (Boot, 2000).

Het opbouwen van een goede relatie met een bank kan verschillende voordelen met zich meebrengen voor het bedrijf. Voorbeelden hiervan zijn de mogelijkheid tot het gemakkelijker verkrijgen van leningen op lange termijn, het verkrijgen van flexibele kredieten of het beschikbaar zijn van een grotere keuzemogelijkheid aan kredieten (Berger & Udell, 1998; Boot, 2000). Ook kan een bank met een lange termijnrelatie de kredietwaardigheid van het bedrijf beter inschatten. Men merkt op dat het kunnen slagen van de relatie afhangt van

beide partijen. Ze moeten alle twee bereidwillig zijn om samen te werken en om de nodige informatie te voorzien (Binks & Ennew, 1997).

Naast de voordelen die relatiebankieren met zich meebrengt, kunnen er ook nadelen ontstaan. De twee belangrijkste kosten m.b.t. relatiebankieren zijn de “*soft-budget* beperking” en het “*hold up* probleem” (Berger & Udell, 1998; Boot, 2000). De *soft-budget* beperking treedt op wanneer de financiële instelling moeite heeft met het weigeren van een bijkomende lening aan het bedrijf waarmee het een lange termijnrelatie heeft opgebouwd. Het management van het bedrijf waarmee de relatie is opgebouwd kan hier misbruik van maken. Zo kunnen managers de relatie in eerste instantie met verkeerde bedoelingen zijn aangegaan. Boot (2000) haalt als voorbeeld aan dat een bedrijf in moeilijkheden op een makkelijke manier een extra lening kan krijgen van zijn vertrouwde bank. De bank stemt in omdat zij hoopt dat de onderneming met de bijkomende lening de problemen kan verhinderen en zo de vorige lening toch nog kan terugbetalen. Vervolgens handelt het *hold up* probleem over het feit dat de financiële instelling bepaalde confidentiële informatie van de onderneming ter beschikking heeft. Doordat de bank vertrouwelijke informatie heeft, kan de leiding van de onderneming zich ingesloten voelen door de bank. Dit heeft als gevolg dat bedrijven met een lange termijnrelatie geen drang ondervinden om van bank te veranderen. Het management zal m.a.w. gemakkelijk akkoord gaan met de interestpercentages die de bank voorstelt. Op deze manier kan de bank misbruik maken van zijn machtspositie door een hoger interestpercentage op te leggen (Berger & Udell, 1998; Boot, 2000).

2.2.5.5. Conclusie

Kredietrantsoenering is een probleem dat niet over het hoofd gezien mag worden binnen familiale ondernemingen. Hierboven werden vier mogelijke handelingen geboden om kredietrantsoenering te beperken, deze zijn reeds veelvuldig onderzocht in de academische literatuur. Toch is er nog een vijfde voor de hand liggende manier, namelijk het verhogen van de kwaliteit en de kwantiteit van informatie. Om informatie-asymmetrie te beperken kunnen bedrijven meer informatie vrijgeven en aan een betere kwaliteit. Deze verlaagde informatie-asymmetrie zal dan op zijn beurt zorgen dat bankfinancieringen gemakkelijker te verkrijgen zijn. Deze laatste manier om kredietrantsoenering te beperken zal hier verder onderzocht worden.

2.3. Financieringstheorieën

De financiële structuur van een bedrijf wordt gevormd door de keuzes die het bedrijf maakt betreffende de verschillende financieringsmethodes die noodzakelijk zijn om de geplande activiteiten te kunnen uitoefenen. Deze financieringsmethodes kan men terugvinden op de

passiefzijde van de balans. Heyman, Deloof en Ooghe (2008) verklaren dat de financiële structuur de gekozen schuldfinancieringsmethode weerspiegelt. Een bedrijf streeft ernaar om voor de meest voordelige financiële structuur te kiezen, die zo weinig mogelijk kosten met zich meebrengt.

Daarnaast spreekt men over de kapitaalstructuur van een onderneming. Het verschilpunt tussen de financiële structuur en de kapitaalstructuur van een bedrijf zijn de kortetermijnschulden. De kapitaalstructuur bevat geen kortetermijnschulden, de financiële structuur wel. In de loop der jaren zijn er verschillende theorieën over de kapitaalstructuur tot ontwikkeling gekomen. Ook deze theorieën beschrijven dat een onderneming haar financieringsmethodes zo moet kiezen opdat er een optimale kapitaalstructuur ontstaat met zo weinig mogelijk kosten. In dit onderzoek zal verder worden gewerkt met de financiële structuur. Toch zijn de theorieën omtrent de kapitaalstructuur ook belangrijk, omdat de kapitaalstructuur vergelijkbaar is met de financiële structuur.

Hieronder worden de Modigliani-Miller benadering, de *Trade-off* theorie en de *Pecking-order* theorie besproken. Bij het opstellen van de hypothesen later in dit werk zal verwezen worden naar de denkwijze van deze theorieën.

2.3.1. Modigliani-Miller benadering

In 1958 schreven Modigliani en Miller een artikel over de optimale kapitaalstructuur van bedrijven. Zonder rekening te houden met belastingen geloofden ze dat de manier waarop een onderneming gefinancierd wordt geen invloed zal hebben op de marktwaarde van die onderneming. De totale marktwaarde van het bedrijf zou men volgens de auteurs kunnen berekenen door de marktwaarde van het vreemd vermogen te sommeren met de marktwaarde van het eigen vermogen.

Vijf jaar later, in 1963, schreven Modigliani en Miller dat ze hun artikel uit 1958 wilden aanpassen. Eerder werd het effect van belastingen over het hoofd gezien. In het aangepast artikel wilden Modigliani en Miller (1958) deze fout rechtzetten omdat er een belastingvoordeel kan optreden als een onderneming vreemd vermogen opneemt. Interestlasten zijn immers fiscaal aftrekbaar. Als gevolg hiervan zal het financieren met vreemd vermogen goedkoper zijn dan het financieren met eigen vermogen. De waarde van de onderneming wordt nu gelijkgesteld aan de waarde van de onderneming wanneer ze puur door eigen vermogen wordt gefinancierd, vermeerderd met het belastingvoordeel dat ontstaat door financiering met vreemd vermogen. Naarmate een onderneming meer met vreemd vermogen haar activiteiten gaat financieren, zal de waarde van deze onderneming ook stijgen omdat het belastingvoordeel toeneemt. Volgens deze denkpiste bestaat er wel

een optimale kapitaalstructuur, in tegenstelling tot wat in het oorspronkelijke artikel van Modigliani en Miller (1958) geschreven werd. Volgens het aangepast artikel van Modigliani en Miller (1963) is het optimale percentage van vreemd vermogen in de kapitaalstructuur gelijk aan 100%. Toch wijzen de auteurs erop dat het in werkelijkheid niet mogelijk is om een financiering aan te gaan met 100% vreemd vermogen. Dit wijten ze aan het feit dat kredietverleners maxima opleggen aan de bedragen die ondernemingen kunnen lenen, afhankelijk van de hoeveelheid eigen vermogen.

2.3.2. Trade-off theorie

Er kan een optimale kapitaalstructuur gevonden worden voor bedrijven door de voor- en nadelen van het aangaan van schulden tegen elkaar af te wegen. De afweging tussen het financieren met schulden of met eigen vermogen wordt *trade-off* genoemd. Volgens Myers (1984) kunnen bedrijven vooreerst een gewenste schuldratio vooropstellen. Deze ratio is ook de optimale schuldratio omdat ze wordt bepaald opdat de waarde van de onderneming gemaximaliseerd wordt. Vervolgens werkt de onderneming zich richting de gewenste schuldratio via de *trade-off* methode.

Een belangrijk voordeel van het gebruik van schuldfinanciering is de aftrekbaarheid van interesten van de belastingen. Nadelen van het gebruik van schulden kunnen o.a. verschillende faillissementskosten en kosten van financiële moeilijkheden zijn (Myers, 1984). Kosten verbonden aan een faillissement kunnen onderverdeeld worden in directe en indirecte kosten. Met directe faillissementskosten bedoelt Myers (1984) de juridische- en administratieve kosten verbonden aan het bankroet gaan van een onderneming. Met indirecte faillissementskosten worden andere kosten bedoeld die niet rechtstreeks te maken hebben met de faillietverklaring, bijvoorbeeld gedaalde waarde van activa door een gedwongen verkoop. Kosten van financiële moeilijkheden zijn moeilijk meetbaar, het gaat hier veelal over opportuiniteitskosten t.o.v. de hoeveelheid cash die beschikbaar moet blijven. Bedrijven moeten cash aanhouden om aan schuldaflossingen te kunnen voldoen en om het risico op een faillissement dus te beperken (Faulkender, 2002).

2.3.3. Pecking-order theorie

De derde theorie die besproken wordt is de *pecking-order* theorie van Myers en Majluf (1984). Deze theorie haalt aan dat bedrijven een bepaalde voorkeur hebben voor de rangorde van financieringsmethodes. Deze voorkeur ontstaat door het feit dat internen van een bedrijf meer informatie hebben dan externen. Managers geven de voorkeur aan financieringsbronnen die het minst asymmetrische informatie teweeg brengen tussen hen en

de kredietverschaffers. Daarom zal er eerst de voorkeur gegeven worden aan interne financieringsmiddelen. Op sommige momenten zullen deze interne financieringsmiddelen voldoende zijn, op andere momenten niet. Dit kan o.a. te wijten zijn aan de niet te voorspellen schommelingen van de winstgevendheid. Wanneer er nog externe financieringsmiddelen nodig zijn, zal de financieringskeuze die een bedrijf maakt eerst uitgaan naar de veiligste instrumenten. Men zal dus eerst opteren voor gewone schuldfinanciering en als laatste voor aandelenkapitaal.

2.3.3.1. Pecking-order theorie binnen familiebedrijven

De volgorde van de financieringsbronnen die familiebedrijven verkiezen, loopt in lijn met de *pecking-order* theorie. Familiebedrijven hebben een grote voorkeur voor interne financieringsmiddelen (Romano & Tanewski, 2001). Dit komt omdat familiebedrijven gekenmerkt worden door de wil om de macht en de rijkdom binnen de familie te houden (Poutziouris, 2001).

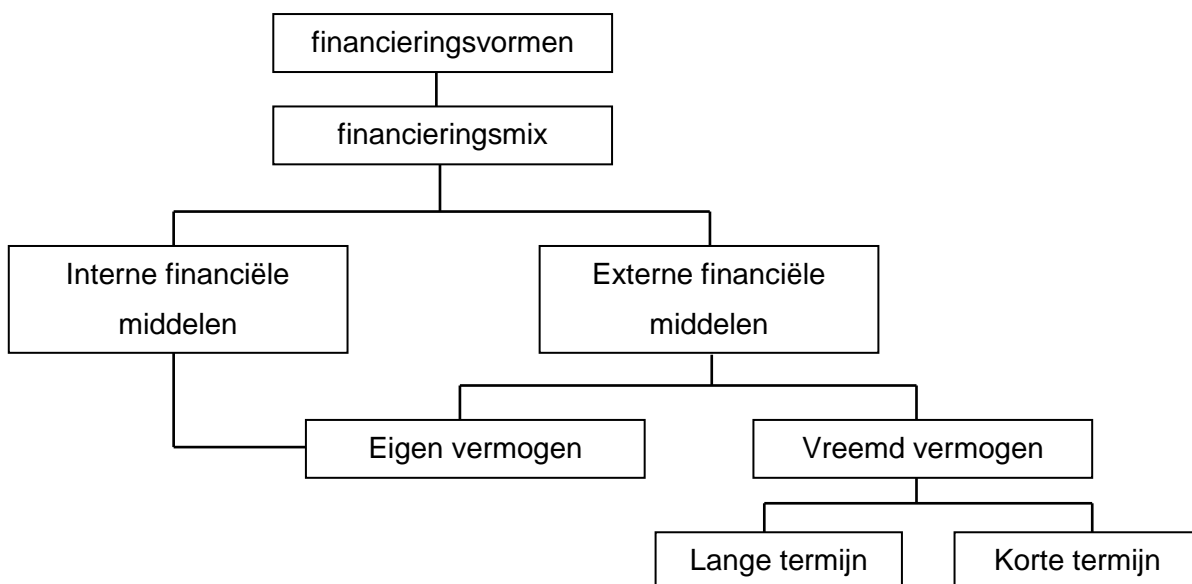
Vooraf kleine en middelgrote familiale ondernemingen geven niet graag nieuwe aandelen uit. Dit komt enerzijds omdat zij risico-avers zijn ingesteld. Dit wil zeggen dat zij geen al te grote risico's willen nemen. Anderzijds is de eigenaar in veel gevallen ook de CEO, waardoor hij in feite zichzelf moet controleren. Deze persoon zal dit graag zo houden omdat hij op die manier veel macht naar zich kan toetrekken binnen de onderneming. Wanneer nieuwe aandelen worden uitgegeven, zal de manager een deel van zijn vrijheid verliezen omdat hij dan het eigenaarschap moet delen met externen. Hij zal nu onderworpen worden aan de controle van de aandeelhouders. Daarnaast verwachten aandeelhouders de uitgifte van dividenden wat ook als nadeel beschouwd kan worden (Gallo, Tàpies, & Cappuyns, 2000; Poutziouris, 2001). De eigenaar/manager van een familiale onderneming zal dus geen aandelen willen uitgeven omdat dit de controle door de familie verkleint (Romano & Tanewski, 2001). Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson en Moyano-Fuentes (2007) concluderen zelfs dat familiebedrijven nooit bereid zijn aandelen uit te geven. Deze bedrijven willen de controle binnen de familie behouden. Zij zijn zelfs bereid grotere risico's te nemen om toch de controlerende macht binnen de familie te houden.

2.3.3.2. Verschillende financieringsvormen

Een onderneming heeft voortdurend nood aan financieringsmiddelen om haar activiteiten te kunnen uitvoeren. Er bestaan verschillende financieringsvormen afhankelijk van de behoefte van de onderneming. De financiële structuur van een bedrijf geeft weer op welke manier een bedrijf zijn activiteiten heeft gefinancierd. Er wordt dus ook aangetoond welke financieringsvormen zijn aangegaan.

Elke financieringsvorm heeft voor- en nadelen. Het is de taak van de *treasurer* om deze voor- en nadelen tegen elkaar af te wegen en uiteindelijk de meest gepaste mix van financieringsvormen te kiezen (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). Soms worden de keuzemogelijkheden die een bedrijf heeft beperkt doordat kredietverschaffers geen geld wil uitlenen of doordat bedrijven bepaalde kredietvormen weigeren aan te gaan. Zo zijn banken voorzichtiger in het uitgeven van leningen aan familiebedrijven die te maken hebben met agency problemen (Chrisman et al., 2006). Hiernaast staan familiale ondernemingen negatief ten opzichte van het uitgeven van aandelen als financieringsmethode (Gómez-Mejía et al., 2007).

Figuur 1: de basisstructuur van de financieringsmix



Uit Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele (2009)

Figuur 1 toont de mogelijke financieringsbronnen waarop een onderneming beroep kan doen. De verschillende financieringsbronnen worden hieronder besproken.

(a) Interne bronnen

Interne financiële middelen zijn financieringsmiddelen die door de onderneming zelf zijn voortgebracht, zoals de inkomende kasstromen. Over het algemeen wordt aangenomen dat het financieren met intern vermogen goedkoper is dan met extern vermogen (Van Cayseele, 1999).

Ook *bootstrap* financiering wordt gezien als een interne financieringsbron (Bosse & Arnold, 2010). Dit is een financieringsmethode die weinig extra kosten vereist terwijl de nood aan

extra financiering kan worden teruggedrongen. Voorbeelden hiervan zijn het vragen van meer betalingsuitstel aan de leveranciers of klanten sneller laten betalen.

(b) Externe bronnen

Ondernemingen kunnen financieringsmiddelen halen uit extern eigen vermogen. Dit kan door het uitgeven van aandelen zodat er nieuw geld kan binnenstromen in de onderneming. De onderneming moet hiervoor niet noodzakelijk op de beurs genoteerd zijn. Onderzoek toont aan dat in België ongeveer 85% van de aandelen niet op de beurs genoteerd zijn (Baugnet & Wuyts, 2006). Een voordeel van deze financieringsvorm is dat het beschikbare bedrag niet terugbetaald moet worden tegen een op voorhand vastgelegde datum.

Vreemd vermogen ontstaat wanneer er een financieringsovereenkomst tot stand komt. In zulk een overeenkomst worden bepaalde clausules in opgenomen zoals rentebetalingen. Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen schulden op korte- en op lange termijn. Men spreekt van korte termijn als de schuld afgelost moet worden binnen een termijn van ten hoogste één jaar, en van lange termijn in alle andere gevallen (Jorissen, Lybaert, Reyns, & Vanneste, 2007). Schulden op lange termijn zijn duurder dan die op korte termijn. Dit komt omdat de onderneming het krediet langer ter beschikking heeft en daarom loopt de kredietverlener een groter risico. Een hoger risico leidt op zijn beurt tot hogere interestkosten (Ooghe, Deloof, & Manigart, 2002). Kredieten op lange termijn kunnen gehaald worden bij verschillende instellingen. Belangrijke kredietvormen die bij financiële instellingen worden aangegaan zijn investeringskredieten en termijnskredieten. Een investeringskrediet wordt aangegaan om een bepaalde investering te financieren. Zij wordt periodiek afgelost met vaste of variabele interesten. Deze investeringsvorm is relatief goedkoop omdat de kredietverlener de investering als onderpand van de lening kan gebruiken. Hier tegenover staat het termijnskrediet. Deze lening kan aangegaan worden zonder een bepaalde investering voor ogen. De kredietverstrekker loopt hier een groter risico omdat er geen waarborg is. Hierdoor is deze vorm van investeren relatief duur. Ook hier gebeurt de aflossing periodiek aan vaste of variabele interesten (Van den Dorpe, 2007). Hiernaast kunnen schulden op lange termijn ook worden aangegaan bij hypotheekmaatschappijen en verzekeringsmaatschappijen. Zij verstrekken vooral hypothecaire termijnskredieten. Dit zijn termijnskredieten waarmee de onderneming 50 tot 70% van het actief kan financieren waarop de hypotheek betrekking heeft. Interestkosten op zulk een lening liggen hoger dan bij banken. (Ooghe et al., 2002). Daarnaast bestaan er verschillende vormen van kortetermijnskredieten. Voorbeelden hiervan zijn kaskredieten en vaste voorschotten. Deze worden uitgegeven door banken. Een kaskrediet staat in voor de financiering van kleine bedragen. Dit gebeurt aan de hand van het gebruik van de gewone bankrekening. Hiervoor mag een

onderneming tot een bepaald bedrag onder nul gaan. Er zal interest betaald moeten worden op het deel van de rekening dat onder nul is gegaan. De vaste voorschotten of *straight loans* zijn vooraf bepaalde bedragen die op de bankrekening gestort worden. Ook de rente hierop is vooraf bepaald. (Ooghe et al., 2002). Een belangrijke vorm van korte –termijnfinanciering waarbij geen financiële instelling nodig is, is het gebruik van leverancierskredieten. Leverancierskredieten of handelsschulden zijn synoniemen. Het is de gemiddelde periode die nodig is vooraleer een onderneming haar leveranciers betaalt (Van den Dorpe, 2008).

2.4. Conclusie

Familiebedrijven worden geconfronteerd met allerlei problemen zoals het kiezen van een opvolger, altruïstische problemen, het bestaan van informatie-asymmetrie en het kiezen van de juiste financieringsmix. Informatie-asymmetrie in een familiebedrijf is een belangrijke oorzaak voor de agency problemen waarmee een bedrijf te maken kan hebben. Banken zijn zich bewust van de informatie-asymmetrie die zich voordoet tussen de familiale onderneming en de bank zelf. Hierdoor krijgen familiebedrijven niet zo snel kredieten van banken. Toch is het verkrijgen van bankkredieten belangrijk voor het succes van een familiale onderneming omdat zij deze financieringsmethode verkiezen wanneer de interne middelen niet voldoende zijn. Relatiebankieren en werken met waarborgverleningen, convenanten of de looptijd van schulden zijn mechanismen om informatie-asymmetrie en de hieruit voortvloeiende kredietrantsoenering te verminderen.

Daarnaast kwamen verschillende theorieën over de kapitaalstructuur aan bod omdat de redeneringen verder in dit werk terug zullen komen bij het opstellen van de onderzoekshypothesen. Eerst werd de theorie besproken van Modigliani en Miller. Zij geloven dat er geen sprake kan zijn van een optimale kapitaalstructuur in een wereld zonder belastingen. Enkele jaren na hun eerste theorie passen zij deze aan door rekening te houden met het belastingsaspect. Modigliani en Miller kwamen tot de conclusie dat de optimale kapitaalstructuur volledig gefinancierd wordt met vreemd vermogen. Ten tweede werd de *trade-off* theorie besproken. Volgens deze theorie bekomt men een optimale kapitaalstructuur door de voor- en nadelen van schuldfinanciering tegen elkaar af te wegen. Vervolgens kwam de *pecking-order* theorie van Myers en Majluf aan bod. Zij zijn van mening dat bedrijfsleiders de veiligste financieringsvormen eerst verkiezen. De denkwijze van deze theorie loopt in lijn met de voorkeur die familiale ondernemingen hebben voor financieringsvormen. Als laatste werden de belangrijkste financieringsmethodes besproken.

H3 Kwaliteit en kwantiteit van informatie: hypotheseformulering

In dit hoofdstuk wordt beschreven hoe de kwaliteit en kwantiteit van informatie kan bijdragen tot een reductie in de informatie-asymmetrie. Minder informatie-asymmetrie kan ervoor zorgen dat ondernemingen gemakkelijker kredieten kunnen verkrijgen bij banken. Er worden dan ook enkele methodes besproken om de kwaliteit en de kwantiteit van informatie te meten. Vanuit deze inzichten worden enkele hypothesen opgesteld m.b.t. de kwaliteit en kwantiteit van informatie. De hypothesen zullen empirisch getest worden in de volgende hoofdstukken.

3.1. Kwaliteit van informatie

De informatie die verschillende bedrijven beschikbaar stellen, kan kwalitatief verschillen. Interne controlesystemen of externe controles kunnen de kwaliteit van informatie verbeteren.

3.1.1 Interne controle

Interne controlesystemen zijn systemen die in een bedrijf ontworpen worden om de ondernemingsdoelstellingen op een efficiënte en effectieve manier te bereiken. Het systeem tracht materiële fouten en frauduleuze praktijken te detecteren en te rapporteren. Het management is verantwoordelijk voor de implementatie van dergelijke systemen (Van Sertima, 2005). Sinds 8 januari 2009 zijn beursgenoteerde ondernemingen in België verplicht een auditcomité op te richten (Wetboek van Vennootschappen, artikel 526*bis*). Een auditcomité moet hulp bieden bij het ontwerpen, instellen en onderhouden van een effectief werkend intern controlesysteem. Het management, dat primair verantwoordelijk blijft voor het interne controle- en risicobeheersysteem, wordt geacht periodiek te rapporteren aan het auditcomité over de interne controlestructuur (Locatelli, 2002). Niet-beursgenoteerde ondernemingen kiezen op vrijwillige basis of ze al dan niet interne controlesystemen zullen implementeren in de onderneming. Men kan gemotiveerd zijn om een intern controlesysteem in te stellen omdat een effectief werkend systeem een competitief voordeel verschaft. Een intern controlesysteem biedt immers de mogelijkheid om sneller te reageren op de ondernemingsrisico's en zorgt voor een snelle detectie van fouten, al dan niet bewust, in het systeem (Jeffrey, 2008).

Naast het oprichten van een intern controlesysteem kan een onderneming beroep doen op een interne auditor. Men kan een interne auditor voor een bepaalde periode inhuren of fulltime aanwerven (Locatelli, 2002). Deze auditor gaat de werking van de interne controlesystemen na. Dit wordt ook wel een controle van de tweede orde genoemd.

Daarnaast wordt een intern controlesysteem ook wel een controle van de eerste orde genoemd (Dries, Brussel, Willekens, 2004).

3.1.2 Externe controle

3.1.2.1. Wetgeving

In de Belgische wetgeving worden de criteria bepaald met betrekking tot het al dan niet verplicht laten controleren van de jaarrekening. Zo zijn niet alleen beursgenoteerden, maar ook grote ondernemingen verplicht een externe auditor in te huren (Wetboek van Vennootschappen, artikel 141). Volgens artikel 15 van het Wetboek van Vennootschappen wordt een bedrijf met meer dan 100 werknemers gezien als een groot bedrijf. Wanneer een bedrijf twee of meer van de volgende criteria overschrijdt, wordt zij ook als groot beschouwd:

- Maximaal 50 werknemers;
- Jaaromzet (exclusief BTW) is lager dan 7 300 000 euro;
- Balanstotaal is lager dan 3 650 000 euro

Een effectief werkend wettelijke systeem dat in een land actief is zorgt ervoor dat de stakeholders van een bedrijf beschermd worden (Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003). Het wettelijk systeem tracht managers te beperken in hun bewegingsvrijheid. Grote Belgische bedrijven zijn vaak in het bezit van een beperkt aantal controlerende aandeelhouders. De aandelenmarkt is in de Belgische context minder belangrijk om financiering te bekomen. Bedrijven in België staan gekend om hun financieringsbronnen vooral bij financiële instellingen te halen (Weimer & Pape, 1999). De externe auditor of bedrijfsrevisor moet door middel van zijn verklaring de stakeholders een bepaalde mate van zekerheid verschaffen dat de jaarrekening van de gecontroleerde onderneming geen afwijkingen bevat van materieel belang (Gaeremynck, Van der Meulen, Willekens, 2008). Naast de verplichte controle, kunnen bedrijven ook op vrijwillige basis hun financiële staten laten controleren door een bedrijfsrevisor (IBR, 2012).

De externe controle van de jaarrekening wordt gereguleerd door auditnormen. Bedrijfsrevisoren moeten bij de controle van de jaarrekening nagaan of de toegepaste auditprocedures in overeenstemming zijn met de ISA's (International Standards of Auditing) en ISRE's (International Standards on Review Engagement) van het IAASB (International Auditing and Assurance Standards Board) (IBR, 2012). Voor bepaalde nationale aangelegenheden kunnen de ISA's aangevuld worden door de nationale controlenormen van het IBR (Instituut van de Bedrijfsrevisoren).

Voor de controle op de naleving van de auditnormen werkt men in België met een systeem van *'monitored self-regulation'*. Vooreerst houdt het IBR zelf toezicht op de beroepsbeoefenaars ingeschreven in haar register. Er wordt gecontroleerd wie toegang krijgt tot het beroep. Het IBR zorgt hierbij ook voor permanente scholing. Daarnaast wordt er publiek toezicht gehouden door de HREB (Hoge raad voor de Economische Beroepen) en het ACCOM (Advies- en Controlecomité op de Onafhankelijkheid van de Commissaris) (Killesse, 2005).

3.1.2.2. *Kwaliteit van de externe audit*

Bedrijfsrevisoren hebben de opdracht de interne controlesystemen te beoordelen. Vervolgens controleren ze de boekhouding van het bedrijf. Ze gaan na of deze in overeenstemming is met de wettelijke vereisten en of er geen fouten of weglatingen zijn. Daarna moeten zij een oordeel vellen over de betrouwbaarheid van de jaarrekening. De diverse stakeholders moeten immers geïnformeerd worden over de getrouwheid van de financiële cijfers (Wetboek van Vennootschappen, artikel 144). De laatste jaren is er meer en meer aandacht voor corporate governance. Stakeholders willen weten of het bedrijf al dan niet een behoorlijk bestuur heeft en of zij duurzaam ondernemen. De externe auditor tracht hier dan ook zijn mening over te formuleren (Holm & Laursen, 2007). Het rapport van een bedrijfsrevisor geeft op een objectieve manier informatie vrij over de activiteiten en het bestuur van de onderneming.

De kwaliteit van de externe controle hangt af van de persoon die de controle uitvoert. De Belgische wetgever verplicht de bedrijfsrevisor om bij een wettelijke audit onafhankelijk en deskundig te handelen. Dit heeft een gunstig effect op de kwaliteit van de financiële informatie van een onderneming (Koninklijk besluit betreffende de plichten van de bedrijfsrevisoren, artikel 1, artikel 3). Ook moet een wettelijke audit in overeenstemming zijn met de bestaande wettelijke regels.

Volgens DeAngelo (1981) bestaat de kwaliteit van de externe controle uit twee delen. Ten eerste hangt de auditkwaliteit af van de waarschijnlijkheid dat de bedrijfsrevisor de vertekeningen in de financiële gegevens van de onderneming opmerkt. Het vinden van fouten of weggelaten elementen in de jaarrekening is afhankelijk van de vakkundigheid, bekwaamheid en gebruikte technieken van de bedrijfsrevisor. Daarnaast hangt auditkwaliteit af van het effectief rapporteren van deze vertekeningen. Het rapporteren van vertekeningen is afhankelijk van de onafhankelijkheid van de bedrijfsrevisor. Hoe afhankelijker de bedrijfsrevisor, hoe kleiner de kans dat hij de vertekeningen in de jaarrekening zal rapporteren. Het is m.a.w. belangrijk dat een bedrijfsrevisor onafhankelijk is.

3.1.2.3. *Maatstaven voor auditkwaliteit*

(a) Controles op het auditberoep

Zoals besproken in afdeling 1.1.1. werd in 2002 de SOX-wetgeving goedgekeurd in de VS. Deze wetgeving kwam tot stand naar aanleiding van verschillende boekhoudschandalen. Er was nood aan controle op het auditberoep. Daarom werd het PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board) via de SOX-wetgeving bevoegd gemaakt om deze controles uit te voeren. Als auditbedrijven positief beoordeeld worden door het PCAOB, dan blijkt uit onderzoek dat ze een groei kunnen waarnemen in hun klantenbestand (Hilary en Lennox, 2005). Rapporten van publieke instanties over auditbedrijven kunnen dus dienen als aanwijzing voor de kwaliteit van de audit.

Ook in België is er publiek toezicht op het auditberoep (IBR, 2012). Dit toezicht vloeit voort uit de Auditrichtlijn van de Europese Commissie van 17 mei 2006. De Minister van Economie is samen met de Hoge Raad voor de Economische Beroepen (HREB) bevoegd voor het toezicht op de normen en de controlestandaarden. De Procureur-Generaal ziet toe op de toelating tot het beroep als bedrijfsrevisor en de registerinschrijving. Daarnaast voert de Kamer van Verwijzing en Instaatstelling controle uit op de permanente vorming van de bedrijfsrevisoren, de kwaliteit en de onderzoeksregelingen. Vervolgens staan de Tuchtcommissie en de Commissie van Beroep in voor de tuchtmaatregelen. Als laatste is er het Advies- en Controlecomité op de onafhankelijkheid van de commissaris. Het verleent adviezen m.b.t de onafhankelijkheid van de commissaris.

Naast het gereguleerde auditberoep zijn er verschillende maatstaven terug te vinden in de literatuur om auditkwaliteit te meten. Hieronder worden de meest gebruikte maatstaven besproken.

(b) Grote auditkantoor

In België bestaan er meerdere auditkantoren die verschillen in grootte. Vooreerst zijn er de grote, internationale kantoren die we de Big4 noemen: Deloitte, Ernst & Young (E&Y), KPMG en PricewaterhouseCoopers (PwC). Daarnaast zijn er kleinere kantoren die ook nog op internationaal vlak opereren, bijvoorbeeld BDO. Verder zijn er de middelgrote kantoren op nationaal vlak. Tot slot bestaan er in België nog kleine auditkantoren, waaronder zelfstandigen. In dit onderzoek zullen de kantoren opgedeeld worden in Big4 of niet-Big4 kantoren.

De academische literatuur stelt dat auditors die werken voor een Big4 auditkantoor kwalitatief betere controles zouden uitvoeren in vergelijking tot bedrijfsrevisoren werkzaam in

de kleinere, regionale auditkantoren (DeAngelo, 1981; Francis & Wilson, 1988; Choi et al, 2010). Over het algemeen wordt dus gepercipieerd dat hoe groter het auditkantoor, hoe beter de kwaliteit van de gevoerde audit. Er kunnen verschillende redenen gegeven worden voor het feit dat een groter auditkantoor een betere auditkwaliteit levert. Als eerste wordt opgemerkt dat grote auditkantoren minder afhankelijk zijn van het cliënteel (DeAngelo, 1981; Choi, Kim, Kim, & Zang, 2010). Een klant die wegvalt in een groot klantenbestand zal minder invloed hebben op de inkomsten dan een klant die wegvalt in een klein klantenbestand. Ten tweede hebben grote auditkantoren een internationale reputatie die zij hoog willen houden (DeAngelo, 1981; Francis & Wilson, 1988). Zij trachten rechtszaken te vermijden die het gevolg kunnen zijn van het afleggen van een foute verklaring. Zulke rechtszaken of aansprakelijkheidsvorderingen zullen een negatieve impact hebben op zowel de nationale als de internationale reputatie van het kantoor (DeAngelo, 1981). Een andere reden die verklaart waarom grotere auditbedrijven een betere auditkwaliteit leveren kan gevonden worden in het feit dat grotere bedrijven meer middelen ter beschikking hebben om opleidingen te voorzien voor hun werknemers (Choi et al., 2010).

(c) Specialisatie in de sector

Volgens Solomon, Shields en Whittington (1999) zijn auditors gespecialiseerd in een sector als hun opleiding en opdrachten toegespitst zijn op bedrijven binnen één bepaalde sector. De kwaliteit van een externe controleopdracht kan beïnvloed worden door de mate waarin een bedrijfsrevisor gespecialiseerd is in een sector (Francis, 2004). Een bedrijfsrevisor die over meer sectorspecifieke informatie beschikt, kan de jaarrekening beter beoordelen.

Francis (2004) merkt op dat de mate waarin een auditor gespecialiseerd is afhankelijk is van de grootte van het auditkantoor waarvoor hij werkt. Omdat grote auditkantoren meer klanten hebben binnen een specifieke sector, stijgt hier de kans om sectorgerelateerde kennis op te bouwen. Bedrijfsrevisoren die voor een Big4 auditkantoor werken hebben dus meer sectorgespecialiseerde kennis. Ten tweede hangt de mate waarin een bedrijfsrevisor gespecialiseerd is ook af van de hoeveelheid ervaring die men heeft opgebouwd (Johnson, Jamal, & Berryman, 1991). De ervaring in een bepaalde industrie is positief gerelateerd aan het kunnen ontdekken van fraude in de jaarrekening.

(d) De vergoeding van de bedrijfsrevisor

Er bestaat een positief verband tussen de vergoeding van de bedrijfsrevisor en de kwaliteit van de externe controleopdracht. Een eerste factor die voor dit verband zorgt, kan teruggevonden worden in het feit dat de Big4 auditkantoren een hogere vergoeding vragen dan niet-Big4 auditkantoren (Hay, Knechel, & Wong, 2008; Choi et al., 2010). Ten tweede

krijgen bedrijfsrevisoren die gespecialiseerd zijn binnen een sector een hogere vergoeding uitbetaald omdat zij een hogere auditkwaliteit zouden leveren (Craswell, Francis, & Tyler, 1995).

(e) Duur van de relatie tussen bedrijfsrevisor en cliënt

In de literatuur kunnen er tegengestelde meningen gevonden worden over het effect op auditkwaliteit van de duur van een relatie tussen een bedrijfsrevisor en zijn cliënt (Carcello & Nagy, 2004). Er is verder onderzoek nodig naar de duur van de relatie tussen de auditor en het te controleren bedrijf.

Enerzijds zal een te lange relatie tussen de bedrijfsrevisor en de cliënt de onafhankelijkheid van de bedrijfsrevisor in het gedrang brengen. Omdat een auditor onafhankelijk moet zijn om controles uit te voeren op de jaarrekening, heeft de SOX-wetgeving in de VS vastgelegd dat er om de vijf jaar van auditpartner verwisseld moet worden. Zo kan er geen hechte relatie ontstaan tussen de bedrijfsrevisor en de managers of eigenaars van de te controleren onderneming. Op die manier blijft de bedrijfsrevisor objectief bij het beoordelen van de jaarrekening. Ook voor bedrijven die in België verplicht zijn een externe controle te ondergaan, is er sinds 29 juni 2008 zulk een wetgeving van kracht. Het IBR verplicht deze bedrijven om elke 6 jaar te veranderen van auditpartner (IBR, 2007).

Aan de andere kant bestaat de mening dat de duur van de relatie tussen de bedrijfsrevisor en de cliënt een positieve invloed heeft op de auditkwaliteit (Johnson, Khurana, & Reynolds, 2002). Een auditor die langer werkt voor een cliënt kan hierover meer waardevolle informatie verzamelen. Dit leidt ertoe dat hij een beter inzicht kan verwerven in de risico's waarmee het bedrijf te maken heeft.

3.1.2.4. Soort controleverklaring

Na de externe controle te hebben uitgevoerd, moet een bedrijfsrevisor beslissen welk type van controleverklaring hij zal uitvaardigen. Er zijn vijf mogelijke verklaringen die men kan onderscheiden (Gramling, Rittenberg, & Johnstone, 2010). Een eerste mogelijkheid is dat de revisor een goedkeurende mening geeft, zonder bijkomende toelichting. Dit betekent dan dat de jaarrekening een getrouw beeld geeft over de gecontroleerde onderneming. Ten tweede kan de bedrijfsrevisor een goedkeurende mening geven met toelichtende paragraaf. Vervolgens kan een verklaring met voorbehoud gegeven worden, al dan niet met toelichtende paragraaf. Bij een verklaring met voorbehoud gelooft de bedrijfsrevisor dat de jaarrekening een redelijk getrouw beeld geeft, maar hij heeft zich niet in staat geacht om de volledige jaarrekening te beoordelen. Het deel waar de bedrijfsrevisor zich niet kan over uitspreken, moet duidelijk aangegeven worden. Ten vierde kan een afkeurende verklaring

gegeven worden. Een afkeurende verklaring wordt gegeven als de bedrijfsrevisor van mening is dat de jaarrekening fouten bevat waardoor er geen getrouw beeld van de werkelijkheid gegeven wordt. Tot slot kan een bedrijfsrevisor zich onthouden. Dit kan voorkomen wanneer hij zich niet onafhankelijk kan opstellen of wanneer hij niet in staat is om voldoende bewijsmateriaal te verzamelen om de jaarrekening op een objectieve manier te kunnen beoordelen.

De kwaliteit van de jaarrekening is dus hoog als een externe auditor positieve feedback geeft over zijn controle, en dus een goedkeurend verslag uitvaardigt. Bedrijven die de jaarrekening opstellen volgens het volledige schema zullen de auditverklaring hierin ook vermelden (NBB, 2012). In deze masterproef worden familiale ondernemingen onderzocht die niet op de beurs genoteerd zijn. De kleine familiebedrijven die voldoen aan de criteria uit artikel 15 van het Wetboek van Vennootschappen zijn niet verplicht om te rapporteren volgens het volledige schema en om een bedrijfsrevisor aan te stellen. De grote familiebedrijven moeten uiteraard wel een bedrijfsrevisor aanstellen.

3.1.2.5. Externe audit in familiebedrijven

In België worden beursgenoteerde bedrijven en grote bedrijven verplicht een externe auditor aan te stellen. De meerderheid van de Belgische bedrijven zijn kleinere bedrijven of familiebedrijven (Leuz et al., 2003). Zij zijn dus niet verplicht een externe auditor in te huren maar kunnen dit wel op vrijwillige basis doen. Uit onderzoek van Carey, Simnett en Tanewski (2000) blijkt dat familiale ondernemingen op vrijwillige basis een externe auditor inhuren wanneer er een kans is op of wanneer er agency problemen zijn. Verder zal een externe auditor ook ingehuurd worden wanneer verschillende leden van het management geen leden van de familie zijn. Tot slot vonden de auteurs bewijs voor het feit dat familiebedrijven een externe auditor inhuren wanneer ze hun activiteiten financieren met een relatief hoge schuldgraad.

Ten tweede toont het onderzoek van Carey et al. (2000) een negatief verband aan tussen het vrijwillig inhuren van een interne auditor en het vrijwillig inhuren van een externe auditor in een familiebedrijf. Dit verband wijst erop dat in de meeste gevallen in een familiebedrijf slechts één van beide controles zal voorkomen. Toch stelt rubriek 2.4 van de algemene controlenormen van het Instituut der Bedrijfsrevisoren (2006) dat de externe controle het systeem van de interne controle nooit mag vervangen. Hiertegenover wordt gepercipieerd dat in kleine familiebedrijven nooit een interne auditfunctie bijkomend zal voorkomen omdat dit te duur zou zijn. Ook zijn ze niet verplicht een externe auditor aan te stellen. Dit kunnen zij wel doen op vrijwillige basis om een signaal te geven naar kredietverschaffers toe over de kwaliteit van de financiële gegevens. Jaarrekeningen worden kwaliteitsvoller geacht wanneer

zij door een externe auditor gecontroleerd zijn. De stakeholders krijgen immers een beter beeld over de kwaliteit van de financiële staten dan wanneer de jaarrekening niet onderworpen werd aan een externe controle.

3.1.2. De schuldgraad

Vooraleer de eerste onderzoekshypothese opgesteld kan worden is er een definitie nodig van de schuldgraad. De hypothesen zijn namelijk opgebouwd m.b.v. de schuldgraad. De schuldgraad is een ratio gebaseerd op de hoeveelheid geleend geld dat een bedrijf gebruikt binnen zijn kapitaalstructuur. Een grote schuldgraad binnen een bedrijf wil dus zeggen dat het bedrijf relatief veel geld heeft geleend. In dit onderzoek wil een hoge schuldgraad zeggen dat het familiebedrijf in kwestie relatief veel schulden heeft kunnen aangaan bij de banken.

Een hoge schuldgraad kan positieve of negatieve gevolgen hebben. Bedrijven die te veel schulden zijn aangegaan hebben meer moeilijkheden om nieuwe financieringsbronnen aan te trekken (Korteweg, 2010). Hiernaast zullen te veel schulden ook leiden tot een hoger risico op faillissement. Een positief gevolg dat voortvloeit uit het financieren met schulden is dat de interesten op deze schulden als kost kunnen afgetrokken worden van de opbrengsten waardoor er minder belastingen betaald moeten worden. Wanneer de schulden extra return on investment (ROI) creëren voor aandeelhouders, kan dit ook als positief gezien worden vanuit het standpunt van de aandeelhouders.

3.1.3. 'Kwaliteit van informatie' hypothese

Kwaliteitsvolle informatie die ter beschikking gesteld wordt over de opvolging van de leidinggevende in een familiebedrijf zou het vertrouwen van banken in deze bedrijven ten goede komen. Een betere relatie tussen de onderneming en de bank zou op zijn beurt kunnen zorgen voor meer beschikbare kredietvormen.

Ten tweede kan een familiale onderneming kwaliteitsvolle informatie vrijgeven om informatie-asymmetrie te beperken tussen de onderneming en andere partijen waaronder banken. Door de beschikbare, kwaliteitsvolle informatie zullen verschillende partijen nu minder informatie-asymmetrie waarnemen. Meer transparante informatie zou dan ook problemen kunnen minimaliseren die gepaard gaan met informatie-asymmetrie. Zo zouden er minder agency problemen aanwezig zijn in een familiebedrijf dat kwaliteitsvolle informatie ter beschikking stelt. Hiernaast zou er minder sprake kunnen zijn van kredietrantsoenering.

Indien een familiebedrijf de bank voorziet van kwaliteitsvolle informatie, dan zal de bank gemakkelijker kredieten ter beschikking stellen. De eerste hypothese luidt als volgt:

H1: De kwaliteit van de jaarrekening is positief gerelateerd aan de schuldgraad.

3.2. Kwantiteit van informatie

Naast de kwaliteit van informatie die een bedrijf beschikbaar stelt, is ook de kwantiteit belangrijk. Bedrijven die een volledige jaarrekening opstellen geven een grotere hoeveelheid informatie weer dan bedrijven die slechts een verkorte versie dienen op te maken. De jaarrekeningen moeten neergelegd worden bij de Nationale Bank van België (NBB).

Veel Belgische bedrijven moeten jaarlijks hun jaarrekening neerleggen bij de Balanscentrale van de Nationale Bank. Een onderneming is hiertoe verplicht als haar aandeelhouders of vennoten beperkt aansprakelijk zijn. Hiernaast zijn er nog andere ondernemingen die de verplichting hebben jaarlijks hun jaarrekening neer te leggen (NBB, 2012). Zo zijn naamloze vennootschappen (NV's), commanditaire vennootschappen op aandelen (Comm. VA's), besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (BVBA's), coöperatieve vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (CVBA's) en economische samenwerkingsverbanden (ESV's) altijd verplicht hun jaarrekening neer te leggen. Hiertegenover worden natuurlijke personen die handelaar zijn, landbouwvennootschappen, ziekenhuizen, ziekenfondsen, scholen, beroepsfederaties en grote- en kleine bedrijven waarvan de vennoten onbeperkt aansprakelijk zijn vrijgesteld van de verplichting om de jaarrekening neer te leggen bij de Nationale Bank (NBB, 2012).

3.2.1. Type jaarrekening

Een bedrijf moet een volledige jaarrekening opstellen als het door de wet als groot (Wetboek van Vennootschappen, artikel 15) wordt beschouwd of als het op de beurs genoteerd staat (NBB, 2012).

Daarentegen moeten bedrijven die klein zijn geen volledige jaarrekening opstellen, zij mogen hun jaarrekening volgens het verkort schema opmaken. Als deze bedrijven vrijwillig een volledig schema willen opstellen mag dit ook (NBB, 2012).

3.2.2. 'Kwantiteit van informatie' hypothese

Een bedrijf kan verplicht worden een volledige jaarrekening op te stellen. Hiernaast kunnen bedrijven die hiertoe niet verplicht zijn, toch kiezen om meer informatie vrij te geven en dus vrijwillig een volledige jaarrekening op te stellen.

Van Overfelt, Deloof en Vanstralen (2010) deden onderzoek naar elementen die het vrijwillig geven van informatie beïnvloeden in een ongereguleerde omgeving. Hiervoor maakten ze

gebruik van beschikbare data van bedrijven in de periode voor de Eerste Wereldoorlog. Uit het onderzoek bleek dat vooral jonge bedrijven vrijwillig gedetailleerde informatie vrijgaven. Hiernaast bemerkten de auteurs dat bedrijven in bepaalde sectoren meer informatie ter beschikking stelden dan bedrijven in andere sectoren. Het doel van het verstrekken van financiële informatie is het verkleinen van de informatie-asymmetrie tussen het bedrijf en de potentiële kredietverschaffer. Ook Mazumdar en Sengupta (2005) verrichtten onderzoek naar het vrijwillig geven van informatie. Ondernemingen die vrijwillig en op een consistente manier tijdige, gedetailleerde en duidelijke informatie vrijgeven zullen leningen kunnen verkrijgen bij banken aan een lager interestpercentage. Dit kan ten eerste verklaard worden doordat banken dan zelf geen kosten meer moeten maken om de nodige informatie te verzamelen. Ten tweede worden agency problemen beperkt tussen het bedrijf dat de lening aangaat en de bank (Leuz & Verrecchia, 2000; Mazumdar & Sengupta, 2005).

Bedrijven kunnen te maken hebben met het *lemons problem* van Akerlof (1970). Het *lemons* probleem definieert de moeilijkheden die naar voren komen wanneer de verkoper meer informatie ter beschikking heeft dan de kopers over de kwaliteit van de aangeboden eenheden (Akerlof, 1970; Horner & Vieille, 2009). Het *lemons* probleem kan ook doorgetrokken worden naar de aandelenmarkt aangezien het bedrijf dat aandelen aanbiedt een informatievoordeel heeft t.o.v. de potentiële investeerders. Bedrijven die op de beurs genoteerd staan kunnen de *lemons* problemen beperken door middel van het ter beschikking stellen van meer informatie. Dezelfde redenering geldt tussen banken en ondernemingen omdat ondernemingen over meer kennis van hun terugbetalingscapaciteiten beschikken.

Indien er *lemons* problemen opduiken tussen familiebedrijven en banken, dan kunnen deze geminimaliseerd worden door meer informatie te geven. Hieruit ontstaat volgende onderzoekshypothese:

H2: De hoeveelheid informatie in de jaarrekening is positief gerelateerd aan de schuldgraad.

3.3. Kwaliteit en kwantiteit van informatie

Familiale ondernemingen zijn niet snel geneigd financiële informatie vrij te geven op vrijwillige basis (Chen, Chen, & Cheng, 2007). Wanneer deze ondernemingen toch op vrijwillige basis grote hoeveelheden aan informatie vrijgeven, dan kunnen ze de kans op informatie-asymmetrie verkleinen met de banken. Hierdoor zullen ze gemakkelijker leningen ter beschikking gesteld krijgen (Mazumdar en Sengupta, 2005). Weinig familiebedrijven zien echter het verschaffen van informatie als iets positief. Dit komt omdat informatie over de familiale onderneming gemakkelijk verspreid wordt binnen de familie. Hierdoor zouden familieleden die in het bedrijf werken over meer interne informatie beschikken (Chen et al.,

2007). Er bestaan echter ook andere motieven om financiële informatie binnen het bedrijf te houden. Er zijn onder andere extra kosten verbonden aan het verschaffen van financiële informatie omdat er dan een bekwame accountant betaald moet worden. In de literatuur wordt ook vaak aangehaald dat gevoelige informatie in handen van concurrenten kan vallen wat kan leiden tot het verlies van een competitief voordeel (Hermalin & Weisbach, 2012).

Naast de kwantiteit van informatie, is ook de kwaliteit van informatie een belangrijke factor in het verkrijgen van kredieten bij banken. Uit onderzoek blijkt dat het manipuleren van boekhoudkundige cijfers, *earnings management* genoemd, vaker zou voorkomen in familiale t.o.v. niet-familiale ondernemingen (Yang, 2010). Banken zijn zich hiervan bewust, daarom zouden ze meer moeite hebben met het geven van kredieten aan familiebedrijven. Deze bedrijven kunnen zelf zorgen voor een externe controle zodat het vertrouwen met de bank wordt aangesterkt en het verkrijgen van kredieten gemakkelijker zal verlopen. Familiebedrijven die vrijwillig een audit laten uitvoeren zouden daarom een hogere schuldgraad hebben dan familiebedrijven zonder audit (Carey et al., 2000). Bedrijven die informatie ter beschikking stellen aan een lage kwaliteit zullen het vertrouwen van banken hiermee niet winnen. De informatie die beschikbaar is moet dus ook kwalitatief zijn vooraleer banken leningen zullen goedkeuren.

3.3.1. Opstellen van de hypothese

Men kan zich de vraag stellen of familiebedrijven die een grotere hoeveelheid informatie ter beschikking stellen alleen kredieten krijgen wanneer hier bovenop de kwaliteit van die informatie ook hoog is. Men kan zich dus de vraag stellen of er een interactie-effect bestaat tussen de kwantiteit van de informatie en de kwaliteit hiervan. Hieruit volgt de derde hypothese:

H3: Een grotere hoeveelheid aan informatie is enkel positief gerelateerd aan de schuldgraad indien deze informatie ook van hoge kwaliteit is.

H4 Traditionele determinanten: hypotheseformulering

In dit hoofdstuk worden determinanten opgenomen die traditioneel het verkrijgen van leningen vergemakkelijken. Via het empirisch onderzoek zal getest worden of dat ook zo blijkt voor familiebedrijven.

4.1. De 'winst en de kwantiteit van informatie' hypothese

Zoals eerder aangehaald moeten grote ondernemingen en beursgenoteerde ondernemingen in België een minimumhoeveelheid aan informatie vrijgeven, gerapporteerd via het volledige schema van de jaarrekening (NBB, 2012). Deze jaarrekening moet financiële informatie verschaffen aan externen. De informatie moet betrouwbaar, verstaanbaar en relevant zijn voor deze externe partijen (Mercken & Siau, 2004).

Familiebedrijven met veel winst zullen minder schulden aangaan omdat zij meer interne financieringsmiddelen beschikbaar hebben. Deze redenering zal getest worden aan de hand van de zevende hypothese. Omgekeerd geldt dat familiebedrijven met weinig winst ook minder interne middelen hebben om te investeren. Toch is het belangrijk voor het succes van een onderneming om investeringen te kunnen doen (Mercken, 2004). Investeringen vergen de nodige financiële middelen, maar deze middelen zijn beperkt wanneer er geen hoge winsten zijn. Volgens de denkwijze van de *pecking-order* theorie moet er dan overgeschakeld worden naar externe financieringsbronnen zoals leningen bij de bank om toch te kunnen investeren (Myers & Majluf, 1984).

Er wordt via de vierde hypothese gesteld dat familiebedrijven die een grote hoeveelheid aan informatie ter beschikking stellen ook effectief meer schulden aangaan. Er zal behoefte zijn aan schuldfinanciering als de winsten onvoldoende zijn om investeringen te kunnen doen. De vierde en laatste hypothese luidt dan als volgt:

H4: Een grote hoeveelheid aan informatie is enkel positief gerelateerd aan de schuldgraad indien de winst laag is.

4.2. De 'winst en de kwaliteit van informatie' hypothese

Informatie wordt als kwalitatief hoogstaand gezien als deze is opgesteld in een bedrijf dat over goed werkende interne controlesystemen beschikt en gecontroleerd wordt door een externe auditor. Familiebedrijven zijn verplicht een externe auditor in te huren wanneer ze voldoen aan de vooropgestelde criteria in de wet (Artikel 141, Wetboek van Vennootschappen). Dit werd reeds besproken in het derde hoofdstuk. Hiernaast kunnen ondernemingen op eigen initiatief zorgen dat de informatie die ze vrijgeven van goede

kwaliteit is. Ondernemingen doen dit om informatie-asymmetrie te beperken zodat ze aan voordeligere tarieven leningen kunnen afsluiten (Lundholm & Van Winkle, 2006).

Net zoals in onderdeel 4.1. wordt hier gewezen op het feit dat ondernemingen met onvoldoende winst andere financieringsbronnen moeten aantrekken om te kunnen investeren.

In de vijfde hypothese wordt getest of familiebedrijven met kwaliteitsvolle informatie en lage winst werkelijk meer behoefte hebben om schulden aan te gaan bij banken. Hypothese vijf luidt als volgt:

H5: Kwaliteitsvolle informatie is enkel positief gerelateerd aan de schuldgraad indien de winst laag is.

4.3. De grootte van het familiebedrijf

Er kunnen twee verschillende redeneringen gevonden worden in de literatuur over de impact van de grootte van een bedrijf op de schuldgraad. Ten eerste kan er een positieve relatie verwacht worden zoals hierna beschreven. Volgens de *pecking-order* theorie van Myers en Majluf (1984) kiezen bedrijven eerst voor interne financieringsbronnen en later pas voor externe financieringsmiddelen. In dit onderzoek zal de omvang van het bedrijf bepaald worden door middel van de hoeveelheid activa. Een groot bedrijf met meer activa heeft meer financieringsmiddelen nodig. De interne financieringsmiddelen voor grote bedrijven zijn sneller opgebruikt, daarom zullen deze bedrijven sneller naar externe bronnen grijpen. De *pecking-order* theorie voorspelt in dat geval een positieve relatie tussen de grootte van het bedrijf en de schuldgraad (Sogorb-Mira, 2005). Ook schrijven Raghothaman en Gollakota (2009) dat grote ondernemingen de regels van corporate governance beter volgen. Dit wil zeggen dat grote ondernemingen de nodige informatie vrijgeven, wat leidt tot minder informatie-asymmetrie. Zulke bedrijven krijgen gemakkelijker leningen van banken (Mazur, 2007). Ook hier wordt een positieve relatie verwacht tussen de grootte van het bedrijf en de schuldgraad.

Een tweede groep auteurs die kan teruggevonden worden in de academische literatuur gelooft dat er, in tegenstelling tot hierboven beschreven, een negatieve relatie bestaat tussen de grootte van het bedrijf en de schuldgraad. Zo zijn volgens Gómez-Mejía et al. (2007) kleine familiebedrijven nooit bereid aandelen uit te geven omdat dit de familiale controle binnen het bedrijf kan doen afzwakken. Deze ondernemingen gaan liever een bijkomende lening aan bij de bank, ondanks dat dit een duurder alternatief kan zijn. Er wordt dus een hogere schuldgraad verwacht bij kleinere familiebedrijven die niet op de beurs genoteerd zijn

omdat zij de uitgifte van aandelen willen vermijden. Ten tweede kunnen de grotere familiebedrijven meer agency problemen hebben. Managers in grote bedrijven moeten complexere beslissingen nemen en er is veel en specifieke kennis nodig om die complexe beslissingen te kunnen nemen. De nodige kennis zit verdeeld over verschillende managers van het bedrijf. Doordat verschillende managers zich gaan buigen over een overheersende beslissing, zal het risico ook gespreid worden. Hiernaast is het kostelijk om alle aandeelhouders zich te laten inmengen in het management van het bedrijf (Fama & Jensen, 1983). Omdat in familiebedrijven in mindere mate een scheiding plaatsvindt tussen het eigenaarschap en de controle over het bedrijf, zouden deze bedrijven meer problemen kunnen ondervinden. Meer agency problemen in een bedrijf kunnen het verkrijgen van leningen bemoeilijken. Hier kan dan verwacht worden dat kleinere familiebedrijven wel sneller kredieten krijgen. Ook de relatie die kan opgebouwd worden tussen bedrijf en bank kan zorgen voor minder informatie-asymmetrie waardoor sneller leningen kunnen goedgekeurd en verkregen worden. Vooral de kleine bedrijven doen aan relatiebankieren, wat opnieuw zou kunnen zeggen dat kleinere familiebedrijven sneller kredieten zouden kunnen krijgen bij banken (Berger & Udell, 1998).

Ondanks de tegengestelde meningen wordt hier aangeleund bij de redenering dat kleine familiebedrijven sneller leningen zullen aangaan. Dit omdat dit afgeleid kon worden uit verschillende onderzoeken die zich specifiek hebben toegespitst op familiebedrijven. Via de zesde hypothese zal getest worden of kleine familiebedrijven werkelijk meer leningen aangaan.

H6: De grootte van het familiebedrijf is negatief gerelateerd aan schuldgraad.

4.4. De ouderdom van het familiebedrijf'

In de eerste bestaansjaren van een bedrijf heeft het meestal nog geen reputatie kunnen opbouwen (Diamond, 1989). Omdat banken de kredietwaardigheid van een bedrijf zonder reputatie niet kunnen inschatten, vragen zij hogere interesten. Naarmate het bedrijf ouder wordt en het een goede reputatie heeft ontwikkeld, verlagen de banken hun interestpercentages voor deze bedrijven. Dit wil zeggen dat leningen goedkoper worden voor bedrijven met een goede reputatie. Jonge bedrijven lenen dus aan een hoger interestpercentage, oude bedrijven genieten van een lager percentage. Hier tegenover hebben oude bedrijven die meerdere leningen zijn aangegaan bij verschillende banken dit voordeel van een lagere interest niet (Petersen & Rajan, 1994). Gebaseerd op de *trade-off* theorie (Myers, 1984) ondervinden jonge bedrijven meer nadelen bij het aangaan van een lening. Hierdoor zullen de jonge bedrijven minder lenen. Deze denkwijze wordt ondersteund door verschillende auteurs (Petersen & Rajan, (1994); Boot & Thakor, (1994)). Ten tweede

hebben jonge bedrijven nog geen kansen gehad om een relatie op te bouwen met een bank waardoor deze relatie nog niet lang genoeg bestaat om informatie-asymmetrie te kunnen beperken. Naarmate het bedrijf ouder wordt kan een langdurige relatie opgebouwd worden met de kredietverstrekende bank. De bank is bereid een lening te verschaffen aan een lagere interest omdat de lange-termijnrelatie de informatie-asymmetrie beperkt. Bedrijven die dus al langer bestaan hebben reeds een vertrouwensrelatie kunnen opbouwen met de bank. Deze redenering loopt ook in lijn met de *stewardship* theorie (Davis et al., 1997). Toch is het hebben van deze vertrouwensrelatie niet altijd positief voor het bedrijf of de bank. Zoals in paragraaf 2.2.4.4. besproken kunnen *soft-budget* beperkingen of *hold up* problemen ontstaan (Boot, 2000; Berger & Udell, 1998). Door de *soft-budget* beperking kan een bank zich verplicht voelen leningen uit te geven en door het *hold up* probleem kan het bedrijf zich verplicht voelen leningen aan te gaan bij de bank. Volgens deze problemen gaan oudere bedrijven meer leningen aan.

Bovenstaande paragraaf beargumenteert dat oudere bedrijven door het opbouwen van een reputatie en relatie kunnen lenen aan voordeligere tarieven. Er wordt dus een positieve relatie verwacht tussen de ouderdom van het bedrijf en de schuldgraad. Toch wordt opgemerkt dat de voordelige tarieven voor leningen niet gelden wanneer bedrijven te veel relaties aangaan met verschillende banken. De bedrijven kunnen al deze relaties immers niet onderhouden (Petersen & Rajan, 1994). Hiernaast kunnen vertrouwensrelaties in bepaalde gevallen toch problemen met zich meebrengen (Boot, 2000; Berger & Udell, 1998). Omdat de gegeven argumenten om bovenstaande redenen niet kunnen overtuigen, wordt verder gezocht naar een andere redenering.

In de literatuur zijn tegengestelde meningen te vinden m.b.t. de ouderdom van het bedrijf en het effect hiervan op de schuldgraad. Er zijn namelijk ook standpunten te vinden dat jonge bedrijven net meer zouden lenen. Zo schrijven verschillende auteurs dat jongere bedrijven meer schulden aangaan bij banken en oudere bedrijven in mindere mate. Ten eerste hebben jonge bedrijven minder interne middelen gegenereerd. Volgens de *pecking-order* theorie stappen zij dan over op de externe financieringsbronnen (Myers en Majluf, 1984). Omdat jonge familiebedrijven nog geen kansen hebben gehad om zelf interne middelen te genereren, zullen zij om financiering te bekommen naar de banken stappen. Het uitgeven van aandelen om financiering te verkrijgen is niet aan de orde (Gómez-Mejía et al., 2007). Dit leidt tot het feit dat jonge familiebedrijven meer lenen dan oude familiebedrijven. Familiale ondernemingen die niet op de beurs genoteerd zijn willen namelijk de controle over het bedrijf houden en zullen liever geld lenen van de bank i.p.v. een beroep te doen op de kapitaalmarkt. Ten tweede vonden Van Overfelt et al. (2010) een significant bewijs dat jonge bedrijven in een ongereguleerde omgeving meer informatie vrijgeven op vrijwillige basis.

Omdat jonge bedrijven meer informatie vrijgeven dan oude bedrijven, is er in deze jongere bedrijven minder informatie-asymmetrie aanwezig. Hierdoor zullen zij gemakkelijker leningen vastkrijgen bij banken.

Ondanks dat er in de literatuur verschillende meningen te vinden zijn over de relatie tussen de ouderdom van het bedrijf en het aangaan van leningen, wordt er in dit onderzoek, dat zich toespitst op familiebedrijven, een negatieve relatie verwacht. Dit omdat zoals eerder aangehaald de argumenten die een positieve relatie verwachten niet voor alle bedrijven gelden. De zevende hypothese luidt dan als volgt:

H7: De ouderdom van het familiebedrijf is negatief gerelateerd aan de schuldgraad.

4.5. De materiële vaste activa

Bedrijven die door een faillissement leningen niet kunnen terugbetalen, moeten faillissements- en reorganisatiekosten betalen. Volgens Jensen en Meckling (1976) worden deze kosten ook gecategoriseerd onder de kosten van schulden. Een failliet verklaard bedrijf moet met de geliquideerde activa verschillende schuldeisers terugbetalen. In de meeste gevallen blijven er niet genoeg middelen over om de schulden aan de bank te vereffenen. Om dit probleem te beperken kunnen er vaste activa van heft bedrijf in waarborg gegeven worden bij het aangaan van leningen. Deze waarborg noemt men een zakelijke waarborg of een *inside collateral* (Berger & Udell, 1998). Wanneer het bedrijf toch niet in staat is de lening terug te betalen, dan mag de bank beslag leggen op het activum in onderpand en het liquideren. Banken verkiezen vaste activa als onderpand, deze hebben meer kans op een hoge waarde in de tweedehandsmarkt (Chan & Kanatas, 1985). Immateriële vaste activa worden in mindere mate aanvaard als waarborg omdat de waarde hiervan te fel kan fluctueren. Er wordt doorgaans een lagere interest aangerekend aan leningen onder waarborg omdat het bedrijf het risico draagt op het verliezen van het activum in onderpand.

Ten tweede zorgen leningen met onderpand ervoor dat de informatie-asymmetrie vermindert tussen het bedrijf en de bank (Chan & Kanatas, 1985). Bedrijven kunnen hun risicoprofiel niet altijd communiceren naar de bank toe. Om averechtse selectie te vermijden kan een bedrijf activa in waarborg geven. Hier betekent averechtse selectie een door een bank gegeven lening voor een bepaald project waarna het bedrijf de lening uiteindelijk niet gebruikt voor het afgesproken project maar zal investeren in risicovollere projecten. Bedrijven die geen risicovolle projecten aangaan zullen bereid zijn meer activa in onderpand te geven dan bedrijven die een hoog risico lopen. Dit omdat de projecten die niet risicovol zijn een kleinere kans hebben op falen. Op die manier kunnen bedrijven met kwaliteitsvolle projecten onderscheiden worden van andere bedrijven (Booth & Booth, 2006). Hiernaast

wordt *moral hazard* beperkt door het lenen met onderpand. Bedrijven die activa in onderpand hebben, zijn minder geneigd risicovolle projecten te aanvaarden.

Gesteund op de academische literatuur wordt verwacht dat een familiebedrijf met veel vaste activa gemakkelijker toegang zal hebben tot leningen bij de bank. Hieruit wordt de achtste hypothese opgesteld:

H8: De structuur van de vaste activa is positief gerelateerd aan de schuldgraad.

4.6. De winst

Het standpunt van de *trade-off* theorie (Myers, 1984) en dat van de *pecking-order* theorie (Myers & Majluf, 1984) zijn het niet eens over het effect van de winstgevendheid van een bedrijf op de financieringsmethodes. Volgens het standpunt van de *trade-off* theorie zal een bedrijf met stijgende winsten meer leningen aangaan bij een bank. Hier zijn twee verklaringen voor. Allereerst heeft een onderneming die veel winst maakt al een goede reputatie kunnen opbouwen, wat haar in staat stelt op een eenvoudige wijze nieuwe leningen aan te gaan bij dezelfde bank (Diamond, 1989). Ten tweede kan een onderneming met veel winst voordeel halen uit het aangaan van leningen. Dit omdat de interesten op leningen kunnen worden afgetrokken van de belastingen. Hierdoor moeten er minder belastingen betaald worden en houdt de onderneming meer winst over. Deze redenering komt overeen met de theorie van Modigliani en Miller (1963). Hoe hoger het bedrag van de lening, hoe hoger het belastingvoordeel.

In tegenstelling met bovenstaande paragraaf staat het standpunt van de *pecking-order* theorie. Een bedrijf dat veel winst maakt kan hiermee verdere investeringen doen. Bedrijven met winst hebben dus meer interne financieringsmiddelen. De *pecking-order* theorie (Myers & Majluf, 1984) gaat er vanuit dat eerst de beschikbare interne bronnen worden gebruikt en pas later wordt overgestapt op schuldfinanciering. Dit wil zeggen dat ondernemingen met hoge winsten minder moeten lenen. Ook Heyman et al. (2008) hebben dit verband aangetoond in de Belgische context.

Familiebedrijven werken het liefst met interne financieringsmiddelen omdat zij op die manier de controle binnen het bedrijf en dus binnen de familie kunnen houden (Romano & Tanewski, 2001). De financieringsbronnen die deze bedrijven kiezen lopen in lijn met de *pecking-order* theorie. Het enige verschil is dat familiebedrijven nooit zouden belanden bij de laatste mogelijkheid die de *pecking-order* theorie voorstelt, het uitgeven van aandelen (Gómez-Mejía et al., 2007). Er kan dus een negatieve relatie verwacht worden tussen de

winstgevendheid van een familiebedrijf en de schuldgraad. De negende hypothese is dan ook de volgende:

H9: De winstgevendheid is negatief gerelateerd aan de schuldgraad.

4.7. De groei

Groeiende bedrijven hebben financiële middelen nodig om de groei te kunnen ondersteunen (Huhyn & Petrunia, 2010). Onderzoek naar KMO's in het Verenigd Koninkrijk toonde reeds een positieve relatie aan tussen groeiende KMO's en de schuldgraad (Michaelas, Chittenden, & Poutziouris, 1999). Rekening houdend met de *pecking-order* theorie van Myers en Majluf (1984) proberen bedrijven de groei eerst te financieren met eigen vermogen. Daarnaast sluiten familiebedrijven de financiering via aandelen uit omdat de familie controle wil behouden over het bedrijf (Gómez-Mejía et al., 2007) Dit wil zeggen dat familiebedrijven die de groei niet gefinancierd krijgen via het intern vermogen zullen overstappen naar leningen via de bank. Wanneer een lening bij de bank niet volstaat om de groei te kunnen financieren zullen kleine familiebedrijven de groeikansen liever laten schieten (Mueller, 2008). De motivering hierachter is het kunnen behouden van de controle over het bedrijf binnen de familie.

In tegenstelling tot niet-familiale ondernemingen zullen de familiale ondernemingen vooral naar het lange-termijn effect van een investering kijken omdat voor deze bedrijven groeien eerder belangrijk is op lange termijn (Miller & Le Breton-Miller, 2006). Deze manier van denken ligt ook in lijn met de *stewardship* theorie. De theorie haalt aan dat leidinggevendenden van de familie in een familiale onderneming hun eigenbelang naar achter zullen schuiven en het lange-termijn belang van het familiebedrijf belangrijker vinden (Davis et al., 2010). De wil om op lange-termijn te groeien kan uitgevoerd worden a.d.h.v. investeringen. Investeringen vergen geld, d.w.z. dat kredieten nodig zijn om te groeien.

Groeiende familiebedrijven kunnen deze groei financieren aan de hand van leningen bij een bank. Hieruit volgt de laatste hypothese:

H10: De groei is positief gerelateerd aan de schuldgraad.

4.8. Samenvatting van de hypothesen

Uiteindelijk zijn er tien hypothesen in dit onderzoek die getest zullen worden. De hypothesen die zijn opgebouwd en geformuleerd doorheen het derde en het vierde hoofdstuk, zijn samengevat in onderstaande tabel.

Tabel 1: Samenvatting van de hypothesen

H1	De kwaliteit van de jaarrekening is positief gerelateerd aan de schuldgraad
H2	De hoeveelheid informatie in de jaarrekening is positief gerelateerd aan de schuldgraad
H3	Een grotere hoeveelheid aan informatie is enkel positief gerelateerd aan de schuldgraad indien deze informatie ook van hoge kwaliteit is
H4	Een grote hoeveelheid aan informatie is enkel positief gerelateerd aan de schuldgraad indien de winst laag is
H5	Kwaliteitsvolle informatie is enkel positief gerelateerd aan de schuldgraad indien de winst laag is
H6	De grootte van het familiebedrijf is negatief gerelateerd aan de schuldgraad
H7	De ouderdom van het familiebedrijf is negatief gerelateerd aan de schuldgraad
H8	De structuur van de vaste activa is positief gerelateerd aan de schuldgraad
H9	De winstgevendheid is negatief gerelateerd aan de schuldgraad
H10	De groei is positief gerelateerd aan de schuldgraad

Bron: Eigen verwerking

H5 Onderzoeksopzet

5.1. De databank

De gegevens die nodig zijn om het empirisch onderzoek te kunnen voeren zullen verzameld worden uit de Bel-first database van Bureau Van Dijk. Deze database stelt gegevens ter beschikking van 1 225 000 bedrijven gevestigd in België en Luxemburg (Bureau van Dijk, 2012).

5.2. De steekproef

Uit de Bel-first database worden eerst alle KMO's met meer dan 10 werknemers geselecteerd. Hierbij wordt de Europese definitie van een KMO gehanteerd. Een bedrijf wordt dus bestempeld als KMO wanneer er maximaal 250 werknemers in dienst zijn en hiernaast mag ofwel jaaromzet niet groter zijn dan 50 miljoen euro, ofwel het balanstotaal niet groter zijn dan 43 miljoen euro (Europese Commissie, 2006).

Hiernaast kunnen de financiële structuren van bedrijven binnen een bepaalde sector gelijkaardig zijn (Schwartz & Aronson, 1967). De financiële structuren van ondernemingen over verschillende sectoren heen zouden wel erg kunnen verschillen. Elk bedrijf behoort tot een bepaalde sector en elke sector heeft zijn eigen karakteristieken. Hierdoor heeft elke sector ook een verschillende optimale structuur (Scott Jr., 1972). Aan de hand van een tweede criterium worden in deze masterproef enkel bedrijven geselecteerd die actief zijn in de productiesector. Die selectie gebeurt aan de hand van de NACE-BEL 2008 codes van België. Bedrijven actief in de overheidssector, de financiële sector, de dienstensector, de bouwsector, de primaire sector en de klein- en groothandelaars worden dus uit deze masterproef geëlimineerd.

Vervolgens worden bedrijven verwijderd die data, cruciaal voor dit onderzoek, zoals vaste activa en totaal der activa niet gerapporteerd hebben. Uiteindelijk blijven er een 7000-tal KMO's over die aan de drie criteria voldoen. Er zijn dus geen *missing values* of ontbrekende waarden terug te vinden bij de overblijvende ondernemingen.

Hierna werd uit een onbekende populatie een steekproef getrokken. De populatie is onbekend omdat niet voor alle 7000 KMO's wordt nagegaan hoeveel er een familiaal karakter hebben. De populatie zou wel benaderd kunnen worden mits het IFERA (2003) eerder aangaf dat ongeveer 70% van de bedrijven in België familiebedrijven zijn. Toegepast op de 7000 KMO's zou een populatie van 4900 familiebedrijven bekomen kunnen worden.

Aan de hand van onderstaande criteria worden 149 familiebedrijven geïdentificeerd, hiermee zal verder gewerkt worden in deze masterproef. Om na te gaan of dit een representatieve steekproef is kan er gewerkt worden met volgende formule: $n = [Z^2 \pi (1 - \pi)] / E^2$ (Weiers, 1988). De 'n' staat dan voor de steekproefgrootte die nodig is. Voor een betrouwbaarheid van 90%, 95% of 99% zal 'Z' respectievelijk 1,65; 1,96 of 2,58 zijn. 'π' staat voor de populatieproportie die in werkelijkheid interessante karakteristieken voor het onderzoek bevat. Over het algemeen wordt voor π 50% genomen, ook in dit onderzoek. Tot slot staat de E voor *error*. De *error* of foutenpercentage bedraagt het maximale verschil dat we bereid zijn te accepteren tussen de steekproef en de populatie. Als we werken met een betrouwbaarheid van 90% en een foutenpercentage kiezen van 7,5%, omdat dit tussen 5% en 10% ligt, bekommen we een steekproefgrootte van minstens 121 familiebedrijven. De steekproef die gehanteerd wordt kan dus representatief genoemd worden, rekening houdend met een betrouwbaarheidsinterval van 90% en een foutenpercentage van 7,5%. Wanneer de E bijvoorbeeld opgedreven wordt naar slechts 5%, dan zou de steekproef al 272 familiebedrijven moeten bevatten. Het selecteren van zulk een grote steekproef kost veel tijd en is zeer arbeidsintensief, waardoor de grootte niet uitgebreid zal worden naar 272 familiale ondernemingen.

De criteria waaraan ondernemingen moeten voldoen om bestempeld te kunnen worden als familiale onderneming zijn de volgende:

- De naam van één van de bestuurders maakt deel uit van de naam van de onderneming;
- De onderneming bestaat uit meer dan één bestuurder en minimum twee van hen hebben dezelfde familienaam;
- Eén van de bestuurders woont op hetzelfde adres als het adres van de onderneming;
- Minimum twee van de bestuurders van de onderneming hebben niet dezelfde familienaam maar wonen wel op hetzelfde privéadres

Indien minstens één criterium hiervan geldt op de overgebleven ondernemingen, dan wordt deze bestempeld als familiebedrijf. Door het toepassen van deze criteria zouden er bedrijven overblijven die een zeer goede benadering zijn van familiebedrijven in de werkelijkheid, zo blijkt uit onderzoek van Voordeckers en Van Gils (2003).

5.3. De variabelen

5.3.1. Afhankelijke variabele

De afhankelijke variabele van de financiële structuur van familiebedrijven wordt gemeten op basis van de schuldgraad. De schuldgraad is de verhouding tussen de totale schulden en het totaal der activa van de onderneming.

Men kan de schuldgraad berekenen in enge zin of in brede zin. De ratio in enge zin wordt gemeten door de schulden op lange termijn, d.w.z. de schulden op meer dan een jaar, te delen door het totaal actief. Hiernaast kan men de schuldgraad in brede zin bekomen door de totale schulden te delen door het totaal actief (Caneghem & Campenhout, 2010). De laatst beschikbare cijfers in de Bel-first databank dateren van 2010. De financiële cijfers uit dat jaar zullen gebruikt worden om de schuldgraad te berekenen. Er zal verder gewerkt worden met de schuldgraad in enge zin omdat hier weinig tot geen schulden aan leveranciers in verweven zitten. De leveranciersschulden behoren tenslotte niet tot de schulden die bij banken zijn aangegaan.

5.3.2. Onafhankelijke variabelen

In deze sectie worden de variabelen besproken die de kwaliteit en de kwantiteit van informatie bepalen. Ten eerste moet de kwaliteit van informatie gemeten kunnen worden. Dit kan aan de hand van enkele dummy variabelen. Een dummy variabele is een variabele waarvan de waarde 0 of 1 kan zijn. Afhankelijk van de waarde zal een bepaald effect respectievelijk aan- of aanwezig zijn en wordt de uitkomst van de analyse beïnvloed (Stock & Watson, 2007). De eerste dummy variabele zullen we (KWAL-NON-AUDIT) noemen. De eerste dummy neemt de waarde 0 aan als er geen externe controle heeft plaatsgevonden, 1 als er wel een externe controle heeft plaatsgevonden. De tweede dummy heet (KWAL-Big4) en wordt alleen getest op bedrijven die wel een bedrijfsrevisor hebben aangesteld. Deze dummy noteert 1 als de jaarrekening van het familiebedrijf gecontroleerd is door een auditor van een Big4 auditkantoor en 0 in alle andere gevallen. Omdat er ook nog kleinere auditbedrijven bestaan en omdat de kans bestaat dat een familiebedrijf geen bedrijfsrevisor inhurt, wordt er nog een andere variabele toegevoerd. Deze variabele heet (KWAL-AUDIT) en neemt de waarde 0 aan als er geen audit heeft plaatsgevonden, 1 indien de audit is gebeurd door een kleiner auditkantoor en 2 indien de externe controle is gebeurd door een Big4 auditkantoor. Hiernaast wordt de kwantiteit van informatie, (INFO), gemeten aan de hand van het feit of de familiale onderneming een volledig of verkort schema van de jaarrekening heeft toegepast. Er wordt gebruik gemaakt van een dummy variabele. Deze

dummy noteert 1 wanneer de onderneming het volledige schema van de jaarrekening in heeft gevuld, 0 indien de onderneming het verkort schema heeft gevolgd.

Daarnaast zijn er nog traditionele variabelen nodig om de vooropgestelde hypothesen te kunnen testen. Ten eerste moet de grootte van het familiebedrijf, (GROOTTE), gemeten kunnen worden. Hiervoor wordt het natuurlijke logaritme genomen van het totaal der activa. Dit werd ook gedaan in o.a. het onderzoek van Heyman et al. (2008) en Van Caneghem en Van Campenhout (2010). Hiernaast wordt de leeftijd van de onderneming, (LEEFTIJD), gemeten aan de hand van het jaar van de gegevens te verminderen met het jaar van de oprichting van de onderneming. In dit geval wordt het jaar van de oprichting afgetrokken van 2010. Ten derde wordt de structuur van de activa, (STRUCTUURA), gemeten door de verhouding te nemen van de vaste activa ten opzichte van de totale activa (Sogorb-Mira, 2005). Vervolgens wordt de winstgevendheid van het familiebedrijf, (WINST), gemeten met behulp van de *return on total assets* (ROA). De ROA is de verhouding van de winst voor belastingen en interest, ook het courant resultaat voor belastingen genoemd, ten opzichte van de totale activa (Sogorb-Mira, 2005). Een vijfde onafhankelijke variabele is de groei van het familiebedrijf. Deze groei kan bepaald worden op twee manieren, (Heyman et al., 2008). Een manier om groei te bepalen is door de gemiddelde stijging te berekenen van de totale activa tussen een bepaald aantal voorafgaande boekjaren. Hier zal de groei bepaald worden aan de hand van de gemiddelde stijging van de totale activa met behulp van de laatste vijf boekjaren. De variabele die de groei meet zal in deze masterproef genoteerd worden als (GROEIA).

5.3.3. Overzicht van de variabelen

Tabel 2: Samenvatting van de variabelen

Variabele	Definitie	Verwacht teken	Hypothese
<i>Afhankelijke variabele</i>			
SCH	Schuldgraad: schulden op lange termijn gedeeld door het totaal actief	/	H1, H2, H3, H4, H5, H6, H7, H8, H9, H10
<i>Onafhankelijke variabelen</i>			
KWAL-NON-AUDIT	Dummy = 1 als er een externe controle plaatsvond, 0 zonder externe controle	+	H1, H3, H10

KWAL-Big4	Dummy = 1 als de audit uitgevoerd werd door een auditor van een Big4 auditkantoor, 0 in alle andere gevallen	+	H1, H3, H10
KWAL-AUDIT	Variabele = 0 indien geen audit, 1 indien een audit door een non-Big4, 2 indien een audit door een Big4	+	H1, H3, H10
INFO	Kwantiteit van informatie: dummy = 1 bij volledig schema van de jaarrekening, 0 bij verkort schema	+	H2, H3, H9
GROOTTE	Grootte van het bedrijf: LN(totA)	-	H4
LEEFTIJD	Leeftijd van het bedrijf: 2010 – jaar van oprichting	-	H5
STRUCTUURA	Structuur van de activa: (VA) / TotA	+	H6
WINST	Winstgevendheid: ROA = courant resultaat voor belastingen / totale activa	-	H7, H9, H10
GROEIA	Groei: gemiddelde groei in activa over de laatste vijf jaren	+	H8

Bron: Eigen verwerking

H6 Statistiek

6.1. Verwerking van de data

Allereerst wordt in tabel drie een overzicht gegeven van de variabelen en hun karakteristieke maten. Deze tabel kan men bekomen met behulp van het statistisch softwareprogramma 'SPSS'. Er wordt gebruik gemaakt van de gegevens van de 149 familiebedrijven die we uit de Bel-first database afgehaald hebben.

Tabel 3: Beschrijvende statistiek dummy variabelen

	% 0	% 1	% 2
Kwal-non-audit	57%	43%	/
Kwal-Big4	82%	18%	/
Kwal-audit	57%	18%	25%
Info	58%	42%	/

Bron: Eigen verwerking

Tabel 4: Beschrijvende statistiek

	Gemiddelde	Mediaan	Std. Deviatie	Scheefheid	Min.	Max.
Grootte	7201,44	3688,00	9484,945	3,506	163	70687
Leeftijd	30,4623	26,0521	17,6873	1,189	5,8384	88,2685
StructuurA	0,3323	0,2898	0,2068	0,718	0,0221	0,8979
Winst	0,0352	0,0278	0,0787	0,662	-0,1990	0,3487
GroeiA a.d.h.v. 3 jaar	0,0655	0,0389	0,1474	1,176	-0,2853	0,6349
GroeiA a.d.h.v. 5 jaar	0,0401	0,0295	0,0969	0,672	-0,2812	0,4433
Schuldgraad	0,1628	0,1180	0,1610	1,656	0,0000	0,8720

Bron: Eigen verwerking

Tabel 3 geeft in percentages weer hoeveel maal een 0, 1 of 2 genoteerd kon worden bij de dummy variabelen. Het totaal van de percentages per variabele is telkens 100% en komt overeen met de totale steekproefgrootte van 149 familiebedrijven. Iets minder dan de helft, namelijk 43% van de familiale ondernemingen in de steekproef, stelt een externe auditor aan. De overige 57% stelt geen bedrijfsrevisor aan. 18% van de familiebedrijven stelt een

externe auditor van een Big4 auditkantoor tewerk, terwijl 25% van een non-Big4 auditkantoor komt. 42% en 58% procent van de familiale ondernemingen in de steekproef rapporteren respectievelijk volgens het verkorte en het volledige schema van de jaarrekening.

De vierde tabel geeft o.a. het gemiddelde en de mediaan weer van de grootte van de ondernemingen. De cijfers zijn in duizendtallen. De grootte van de familiebedrijven wordt gemeten aan de hand van het totaal der activa. De hoeveelheid activa per bedrijf verschilt sterk in deze masterproef. Daarom zal het natuurlijke logaritme genomen worden van deze activa. Op deze manier wegen de hoogste en de kleinste waarden van de totale activa minder sterk door en zijn de waarden meer normaal verdeeld. Vervolgens is de gemiddelde leeftijd van de bedrijven opgenomen in deze steekproef 30 jaar. Het jongste bedrijf slechts één jaar, het oudste al 88 jaar. De structuur van de activa is de derde variabele in tabel vier. Het gemiddelde en de mediaan hiervan liggen rond de 30%. Dit wil zeggen dat de vaste activa gemiddeld 30% vertegenwoordigen van het totaal der activa. Vervolgens ligt de gemiddelde winstgevendheid van de bedrijven opgenomen in de steekproef op 3,52% en de mediaan op 2,78%. Ook werd de groei op drie en op vijf jaar gemeten. Aan de hand van gegevens van de drie laatst beschikbare boekjaren (2008, 2009 en 2010) zou een familiebedrijf in de productiesector gemiddeld 6,55% per jaar groeien. Opvallend is dat het gemiddeld groeipercentage per jaar afzwakt naar 4,05% per jaar wanneer er nog twee boekjaren voor 2008 worden toegevoegd aan de berekening van het gemiddelde groeipercentage. De minima van beide meeteenheden liggen op dezelfde hoogte maar het maximum van de groei gemeten over de drie laatst beschikbare boekjaren ligt hoger dan wanneer die gemeten wordt over de laatste vijf boekjaren. Ook de variantie van de variabele die de groei meet aan de hand van vijf boekjaren is kleiner. Er zou geconcludeerd kunnen worden dat de variabele die de grootte meet aan de hand van de jaren 2006 t.e.m. 2010 een correctere variabele is. Een variabele met waarden die dichter bij elkaar liggen en een kleinere variantie hebben zouden minder extreem hoge of lage waarden bevatten. Deze zouden immers een te grote invloeden kunnen uitoefenen op de resultaten. Tot slot is de gemiddelde schuldgraad 16,28% en de mediaan 11,80%. De schuldgraad werd gemeten in enge zin, dit betekent hier dat gemiddeld 16,28% van de totale activa gefinancierd wordt met schulden op de lange termijn.

De *skewness* of scheefheid meet de afwijking aan symmetrie (Stock & Watson, 2007). Een scheefheid van '0' duidt op een perfecte symmetrie. Dit betekent dat de waarden normaal verdeeld zijn en de resultaten een zinvolle betekenis kunnen hebben. Een scheefheid kleiner dan of gelijk aan één wordt nog aangenomen als een normale verdeling. De variabelen met betrekking tot de schuldgraad, de leeftijd en de groei aan de hand van drie boekjaren en de kwaliteit van de info aan de hand van het al dan niet inhuren van een externe auditor zijn

rechts-scheef verdeeld. Positieve waarden van de scheefheid duiden op een rechts-scheve verdeling, dit betekent dat weinig waarden rechts van het middelpunt liggen. Hiernaast zijn de *skewness*-waarden nergens negatief, dit wil zeggen dat de verdeling van de waarden voor geen enkele variabele links-scheef is. Ook hier kan weer opgemerkt worden dat de variabele die de groei meet aan de hand van vijf boekjaren een kleinere scheefheid kent, wat opnieuw zou kunnen betekenen dat het een betere variabele is. Deze variabele zal dan ook in elk regressiemodel opgenomen worden.

6.2. Meervoudige regressiemodellen

In deze masterproef zal er gebruik gemaakt worden van het meervoudige *ordinary least squares* regressiemodel (OLS) of de kleinste kwadraten methode. Het verschil tussen het meervoudige regressiemodel en het enkelvoudige regressiemodel bevindt zich in het feit dat er in het meervoudige model additionele *regressors* of onafhankelijke variabelen zijn toegevoegd (Stock & Watson, 2007). Het toevoegen van onafhankelijke variabelen kan ervoor zorgen dat de afhankelijke variabele beter verklaard kan worden aan de hand van het model.

Hieronder worden verschillende meervoudige regressiemodellen opgesteld. Aan de hand van de modellen wordt de invloed van de onafhankelijke variabelen op de schuldgraad gedetecteerd. Eerst worden drie modellen gecreëerd waarin geen interactievariabelen voorkomen. Pas in de laatste vier modellen worden interactievariabelen gecreëerd en toegevoegd.

6.2.1. Eerste model

$$SCH = \beta_0 + \beta_1 (KWAL-NON-AUDIT) + \beta_2 (INFO) + \beta_3 (GROOTTE) + \beta_4 (LEEFTIJD) + \beta_5 (STRUCTUURA) + \beta_6 (WINST) + \beta_7 (GROEIA) + error$$

In het eerste model worden twee dummy variabelen opgenomen. De eerste dummy variabele toont of er al dan niet een externe controle heeft plaatsgevonden terwijl de tweede dummy aangeeft of er wel of niet gerapporteerd wordt volgens het volledige schema van de jaarrekening. Daarnaast worden verklarende variabelen m.b.t. de grootte, de leeftijd, de structuur van de activa, de winstgevendheid en de groei opgenomen in het model.

In alle modellen die hier beschreven worden komt een *error* term voor. De *error* term bevat factoren die de afhankelijke variabele verklaren en die niet door de onafhankelijke variabelen kunnen verklaard worden (Stock & Watson, 2007).

6.2.2. Tweede model

$$SCH = \beta_0 + \beta_1 (\text{KWAL-Big4}) + \beta_2 (\text{INFO}) + \beta_3 (\text{GROOTTE}) + \beta_4 (\text{LEEFTIJD}) + \beta_5 (\text{STRUCTUURA}) + \beta_6 (\text{WINST}) + \beta_7 (\text{GROEIA}) + \text{error}$$

Het tweede model is bijna identiek aan model één. Het enige verschilpunt is dat in het tweede model gewerkt wordt met een andere variabele om de kwaliteit van de jaarrekening na te gaan. Nu wordt een dummy variabele opgenomen die één noteert in het geval er een externe audit heeft plaatsgevonden die is uitgevoerd door een Big4 auditkantoor en een nul in alle andere gevallen.

6.2.3. Derde model

$$SCH = \beta_0 + \beta_1 (\text{KWAL-AUDIT}) + \beta_2 (\text{INFO}) + \beta_3 (\text{GROOTTE}) + \beta_4 (\text{LEEFTIJD}) + \beta_5 (\text{STRUCTUURA}) + \beta_6 (\text{WINST}) + \beta_7 (\text{GROEIA}) + \text{error}$$

Ook model nummer drie is gelijkaardig aan de twee modellen hierboven. In deze regressievergelijking is opnieuw een andere variabele opgenomen om de kwaliteit van de jaarrekening te meten. Nu wordt gewerkt met een variabele die drie waarden kan aannemen. Het gaat meer bepaald over de onafhankelijke variabele (KWAL-AUDIT) die 0, 1 of 2 noteert afhankelijk van de categorie die van toepassing is. Er werd een opsplitsing gemaakt tussen drie categorieën:

Categorie A: geen audit;

Categorie B: audit door een non-Big4 auditkantoor;

Categorie C: audit door een Big4 auditkantoor

Deze categorieën worden als dummy variabelen opgenomen in het regressiemodel. Om problemen m.b.t. multicollineariteit te vermijden zal telkens één categorie buiten de regressie gelaten worden. De overgebleven categorieën worden dan getest ten opzichte van de categorie die uit het model gelaten wordt.

6.2.4. Vierde model (met interactievariabelen kwaliteit en winst)

De volgende vier modellen zullen interactievariabelen bevatten. Interactievariabelen worden gebruikt om conditionele hypothesen te toetsen. Een conditionele hypothese is een hypothese waarbij de relatie tussen de onafhankelijke variabelen afhangt van de waarde van een andere variabele. Een regressiemodel met interactievariabelen wordt ook een interactie regressiemodel genoemd (Stock & Watson, 2007).

$$SCH = \beta_0 + \beta_1 (KWAL-NON-AUDIT) * (WINST) + \beta_2 (KWAL-NON-AUDIT) + \beta_3 (WINST) + \beta_4 (INFO) + \beta_5 (GROOTTE) + \beta_6 (LEEFTIJD) + \beta_7 (STRUCTUURA) + \beta_8 (GROEIA) + error$$

Binnen dit model zal de interactie getest worden tussen een onafhankelijke variabele die de kwaliteit van de informatie voorstelt en de winst. Er wordt een nieuwe *regressor* gecreëerd, namelijk het product van (KWAL-NON-AUDIT) en (WINST). Deze nieuwe onafhankelijke variabele wordt ook de interactieterm genoemd.

Zonder de interactieterm is dit model gelijkaardig aan het eerste model. Zo zijn opnieuw twee dummy variabelen opgenomen die de kwaliteit en de kwantiteit van informatie meten. Ook zijn onafhankelijke variabelen opgenomen die een voorstelling geven van de winst, de grootte, de leeftijd, de structuur van de activa en de groei.

6.2.5. Vijfde model (met interactievariabelen kwaliteit en winst)

Het vijfde regressiemodel lijkt op het tweede model maar nu wordt een interactievariabele toegevoegd. De additionele onafhankelijke variabele is opnieuw een product van een variabele die de kwaliteit meet en de variabele die de winst meet. Het verschil met de vorige interactievariabele is dat hier gebruik gemaakt wordt van de variabele (KWAL-Big4) i.p.v. (KWAL-NON-AUDIT).

$$SCH = \beta_0 + \beta_1 (KWAL-Big4) * (WINST) + \beta_2 (KWAL-Big4) + \beta_3 (WINST) + \beta_4 (INFO) + \beta_5 (GROOTTE) + \beta_6 (LEEFTIJD) + \beta_7 (STRUCTUURA) + \beta_8 (GROEIA) + error$$

6.2.6. Zesde model (met interactievariabelen kwantiteit en winst)

Ook in het zesde model komt een interactieterm voor. Deze bestaat nu uit een vermenigvuldiging van de variabele die de kwantiteit van informatie meet en de variabele die de winstgevendheid weergeeft.

$$SCH = \beta_0 + \beta_1 (INFO) * (WINST) + \beta_2 (INFO) + \beta_3 (WINST) + \beta_4 (KWAL-NON-AUDIT) + \beta_5 (GROOTTE) + \beta_6 (LEEFTIJD) + \beta_7 (STRUCTUURA) + \beta_8 (GROEIA) + error$$

6.2.7. Zevende model (met interactievariabelen kwantiteit en winst)

In het zevende en voorlaatste model wordt met dezelfde interactieterm gewerkt als in model zes, maar hier verschilt de onafhankelijke variabele m.b.t. de kwaliteit van informatie. Er wordt namelijk gebruik gemaakt van de variabele (KWAL-Big4) i.p.v. de variabele (KWAL-NON-AUDIT).

$$SCH = \beta_0 + \beta_1 (INFO) * (WINST) + \beta_2 (INFO) + \beta_3 (WINST) + \beta_4 (KWAL-Big4) + \beta_5 (GROOTTE) + \beta_6 (LEEFTIJD) + \beta_7 (STRUCTUURA) + \beta_8 (GROEIA) + error$$

6.2.8. Achtste model (met interactievariabelen kwantiteit en kwaliteit)

Het laatste model werkt met een interactieterm die de hoeveelheid informatie en de kwaliteit van die informatie meet. Er zal gebruik gemaakt worden van de variabele (INFO) en (KWAL-Big4). Het model ziet er als volgt uit:

$$SCH = \beta_0 + \beta_1 (INFO) * (KWAL-NON-AUDIT) + \beta_2 (INFO) + \beta_3 (KWAL-NON-AUDIT) + \beta_4 (GROOTTE) + \beta_5 (LEEFTIJD) + \beta_6 (STRUCTUURA) + \beta_7 (WINST) + \beta_8 (GROEIA) + error$$

6.3. Onregelmatigheden in de gegevens

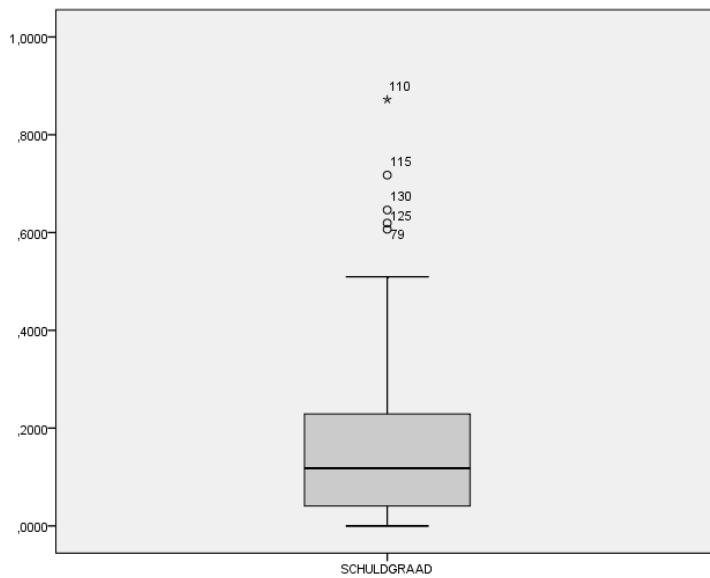
6.3.1 Missing values

Zoals in afdeling 5.2 aangehaald wordt er gewerkt met ondernemingen die geen *missing values* vertonen.

6.3.2. Uitschieters

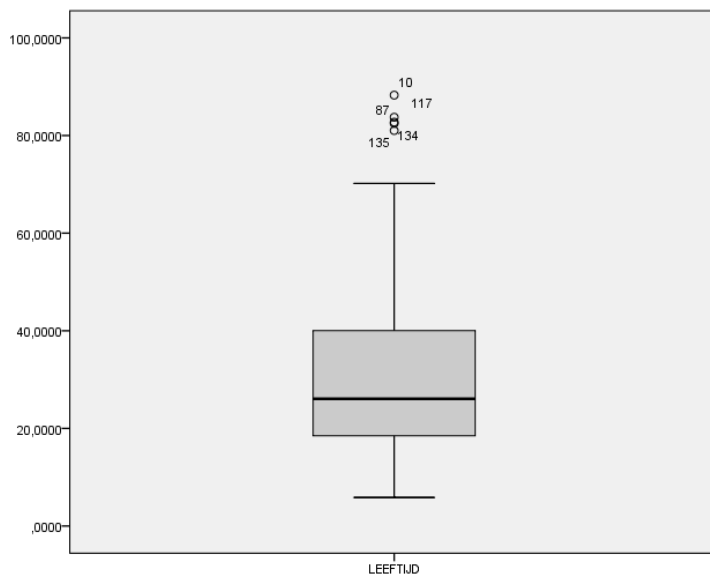
Outliers of uitschieters zijn waarden van de variabelen die ver uitsteken boven of onder de normale waarden van de data (Stock & Watson, 2007). Men kan spreken van een uitschieter wanneer de waarde drie of vier standaarddeviaties verwijderd ligt van de gemiddelde waarde. Uitschieters kunnen veroorzaakt zijn door menselijke fouten, gemaakt bij het invoeren van data. Daarnaast kunnen uitschieters waarden zijn die werkelijk abnormaal hoog of laag liggen. De uitschieters die gevonden worden kan men verwijderen of aanpassen naargelang gewenst. In deze masterproef zullen de gevonden uitschieters weggelaten worden omdat ze een te grote invloed kunnen hebben op de onderzoeksresultaten.

Figuur 2: Boxplot schuldgraad



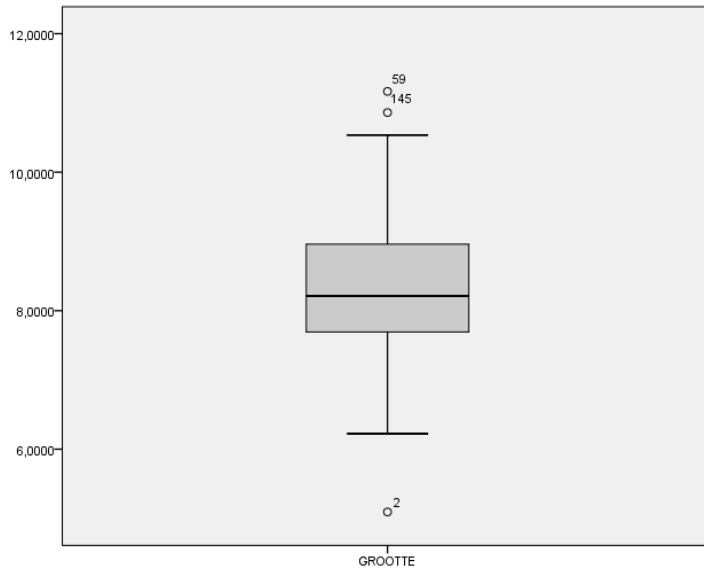
De figuur hierboven toont een verdeling van de cases gebaseerd op de waarde van de schuldgraad. De verdeling wordt getoond aan de hand van een boxplot. De cases die bij de afgebeelde bollen horen, liggen verder dan 1,5 standaardafwijkingen van het gemiddelde. Wanneer er een ster wordt afgebeeld, dan zal de waarde verder dan 3 standaardafwijkingen liggen. Case 110 ligt dus verder dan 3 standaardafwijkingen van het gemiddelde. Omdat gevonden uitschieters een sterke invloed kunnen uitoefenen op de resultaten van het onderzoek, wordt beslist de bijhorende cases te filteren uit de dataset.

Figuur 3: Boxplot leeftijd



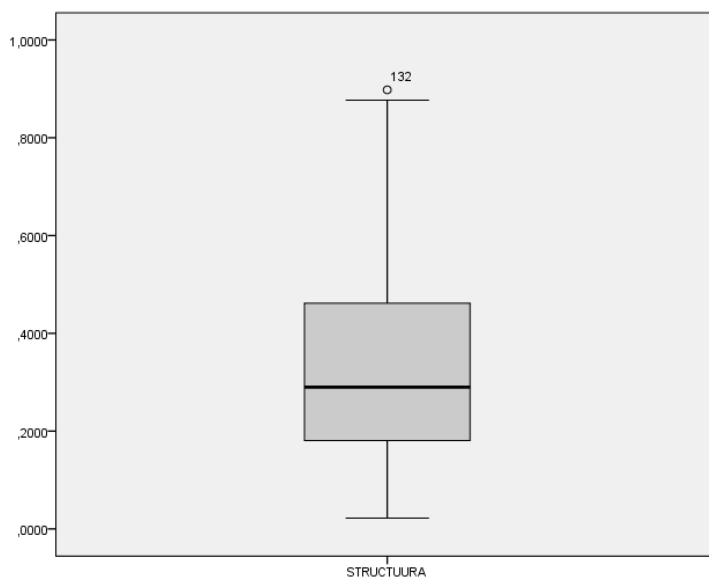
Bovenstaande figuur toont voor alle cases de waarden van de variabele 'leeftijd' in een boxplot. Er zijn hier geen cases die gewist moeten worden omdat alle standaardafwijkingen die bij deze variabele behoren binnen het gesloten interval $[-3;+3]$ liggen.

Figuur 4: Boxplot grootte



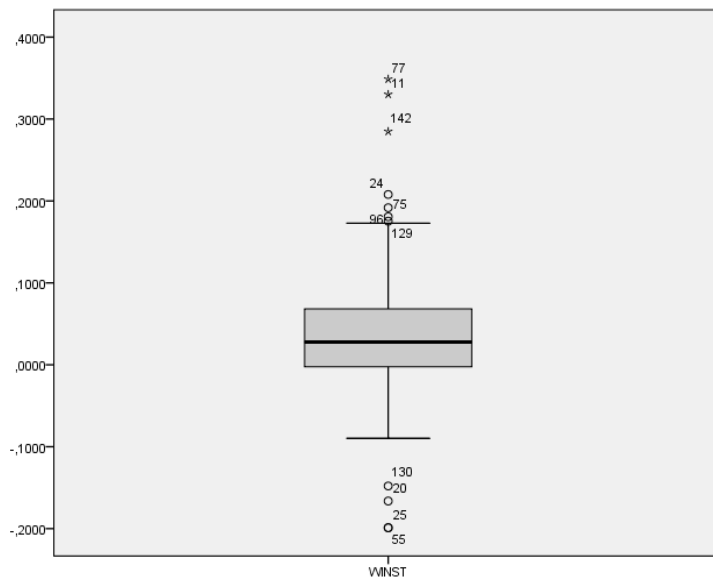
Figuur 4 plot de waarden van de grootte voor alle 149 bedrijven. We merken op dat de boxplot mooi verdeeld is. Dit komt omdat het natuurlijke logaritme genomen werd van de totale activa om de grootte te bepalen.

Figuur 5: Boxplot structuurA



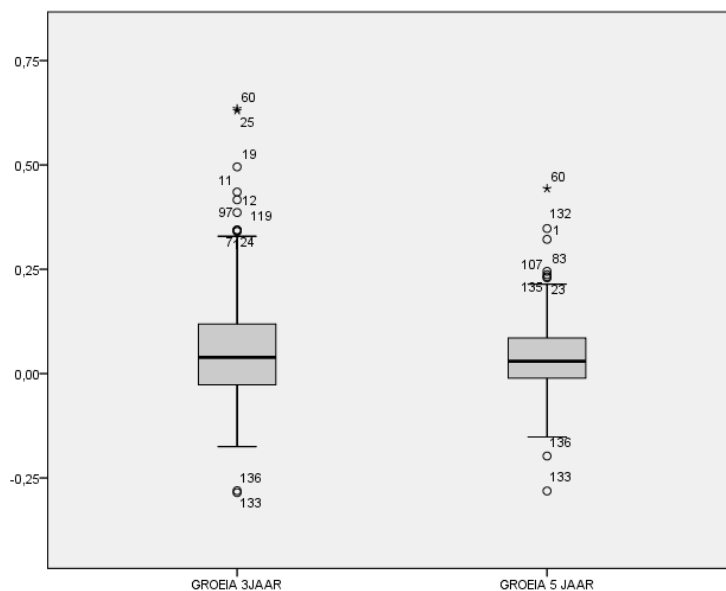
Zoals we kunnen aflezen uit bovenstaande figuur blijken de waarden voor de variabele (STRUCTUURA) ook redelijk goed verdeeld te zijn.

Figuur 6: Boxplot winst



In tegenstelling tot de twee figuren m.b.t. de grootte en de structuur van de activa is deze figuur minder mooi verdeeld. De waarden voor de winstgevendheid vertonen enkele uitschieters. De cases met nummer 77, 11 en 142 vertonen waarden die verder liggen dan drie standaardafwijkingen van het gemiddelde. Ze worden dus verwijderd als uitschieters.

Figuur 7: Boxplot groei



In de laatste figuur worden de waarden weergegeven voor de onafhankelijke variabelen m.b.t. de groei van de activa gemeten over drie of vijf jaar. Uit de twee boxplots kunnen we aflezen dat de waarde horende bij case 60 verder ligt dan drie standaardafwijkingen van het gemiddelde. Hiernaast bevat case 25 volgens de eerste boxplot ook een waarde die verder

ligt dan drie standaardafwijkingen. Toch zal deze case niet verwijderd worden omdat eerder beslist werd niet met de variabele te werken die de groei meet aan de hand van het gemiddelde groeipercentage van 2007 t.e.m. 2010.

In het totaal zullen dus vijf cases verwijderd worden uit de dataset. Het gaat om de cases met nummer 7, 11, 60, 110, 142. Er blijven nu 144 familiebedrijven over.

6.3.3. Multicollineariteit

Ten eerste is er perfecte multicollineariteit. Dit treedt op wanneer een onafhankelijke variabele een perfect lineaire functie is van een andere onafhankelijke variabele (Stock & Watson, 2007). Perfect multicollineaire onafhankelijke variabelen moeten vermeden worden in de kleinste-kwadraten analyse (OLS). Wanneer dit optreedt kan de analyse immers niet zonder afwijkingen voltooid worden. In de modellen waarin perfecte multicollineariteit voorkomt zullen de onafhankelijke, multicollineaire variabelen verwijderd of aangepast worden opdat er geen perfecte multicollineariteit meer zal plaatsvinden.

Ten tweede kan er imperfecte multicollineariteit optreden. Onafhankelijke variabelen zijn imperfect multicollineair wanneer minstens één onafhankelijke variabele zeer hoog gecorreleerd is met een andere onafhankelijke variabele (Stock & Watson, 2007). De imperfecte multicollineariteit tussen onafhankelijke variabelen zorgt ervoor dat de coëfficiënten van de variabelen uit de regressiemodellen onnauwkeurig geschat worden, d.w.z. met een hogere variantie. Naast perfecte multicollineariteit moet dus ook imperfecte multicollineariteit vermeden worden.

Aan de hand van de Pearson correlatiecoëfficiënt kan een eerste test gedaan worden op multicollineariteit. Aan de hand van deze test nemen de correlatiecoëfficiënten waarden aan binnen het gesloten interval -1 en 1. Als een coëfficiënt een waarde aanneemt die hoger is of gelijk is aan 0,80 dan kan gesproken worden van multicollineariteitsproblemen. Door één van de multicollineaire variabelen buiten het model te houden kan dit probleem opgelost worden.

De correlatiecoëfficiënten van de regressiemodellen zijn weergegeven in tabel vijf. Er kan afgelezen worden dat er zich twee problemen voordoen. Het eerste probleem situeert zich tussen de variabelen (KWAL-AUDIT) en (KWAL-NON-AUDIT) en het tweede probleem m.b.t. multicollineariteit vindt plaats tussen de variabelen (KWAL-AUDIT) en (KWAL-Big4). Deze multicollineaire relaties konden op voorhand al verwacht worden. De variabelen (KWAL-NON-AUDIT), (KWAL-Big4) en (KWAL-AUDIT) staan immer alle drie in om de kwaliteit van de jaarrekening te meten. In de regressiemodellen zullen deze drie variabelen nooit samen

voorkomen, er wordt telkens gewerkt met één van deze drie. Daarnaast zijn de correlatiecoëfficiënten van de onafhankelijke variabelen die de groei op drie of op vijf jaar meten ook hoog, maar niet hoger dan de grens van 0,8. Toch zullen de regressiemodellen beperkt worden tot het opnemen van slechts één van deze twee variabelen. Een hoge multicollineariteit in modellen met interactievariabelen is normaal. Toch kan in het achtste regressiemodel met interactievariabelen de variabele (KWAL-Big4) niet opgenomen worden als meetinstrument voor de kwaliteit van de jaarrekening. De interactieterm zou immers te hoog gecorreleerd zijn met de variabele (KWAL-Big4). Een te hoge multicollineariteit laat het statistische programma 'SPSS' niet toe. Bij het uitvoeren van de regressie zou automatisch één van de gecorreleerde variabelen uit het model gelaten worden. De interactieterm is minder hoog gecorreleerd met de onafhankelijke variabele (KWAL-NON-AUDIT). SPSS laat deze mate van correlatie toe, waardoor in het achtste model voor deze variabele gekozen werd om de kwaliteit van de jaarrekening te meten.

Het kan gebeuren dat de test m.b.v. de Pearson correlatiecoëfficiënten niet alle problemen m.b.t. multicollineariteit opspoor. Een tweede test op multicollineariteit kan gedaan worden m.b.v. de '*Variance Inflation Factor*' (VIF). Hier geldt hoe groter de VIF-waarde, hoe meer de ene onafhankelijke variabele gecorreleerd is met de andere onafhankelijke variabelen. Een VIF-waarde die hoger is dan 10 wordt als problematisch beschreven en duidt dus op multicollineariteitsproblemen.

De variabelen worden met hun bijhorende VIF-waarden weergegeven in tabel zes. De VIF-waarden die afgelezen kunnen worden zijn allemaal lager dan drie. Het is dus duidelijk dat er geen problemen zijn omtrent multicollineariteit. De modellen met interactievariabelen zijn niet opgenomen in deze test. De interactievariabelen kunnen de VIF-waarden immers opblazen. Dit komt omdat een interactievariabele bestaat uit het product van twee aparte variabelen. Omdat er geen problemen te vinden zijn m.b.t. de aparte variabelen zal verondersteld worden dat de interactievariabelen ook geen problemen vormen m.b.t. multicollineariteit.

Tabel 5: Pearson correlatiecoëfficiënten

	Info	Kwal-non-audit	Kwal-Big4	Kwal-audit	Schuldgraad	Leeftijd	Grootte	Structuur activa	Winst	Groei a.d.h.v. 3 jaar	Groei a.d.h.v. 5 jaar
Info	1	0,730**	0,548**	0,740**	-0,057	0,059	0,705**	0,039	-0,037	-0,025	-0,098
Kwal-non-audit	0,730**	1	0,540**	0,908**	0,023	0,030	0,639**	0,104	-0,090	0,002	-0,052
Kwal-Big4	0,548**	0,540**	1	0,843**	-0,125	0,096	0,464**	0,067	0,067	-0,113	-0,110
Kwal-audit	0,740**	0,908**	0,843**	1	-0,047	0,067	0,640**	0,100	-0,025	-0,055	-0,094
Schuldgraad	-0,057	0,023	-0,125	-0,047	1	-0,169*	0,044	0,496**	-0,242**	0,064	-0,019
Leeftijd	0,059	0,030	0,096	0,067	-0,169*	1	0,109	-0,175*	0,031	-0,037	0,046
Grootte	0,705**	0,639**	0,464**	0,640**	0,044	0,109	1	0,190*	0,062	-0,042	-0,016
Structuur activa	0,039	0,104	0,067	0,100	0,496**	-0,175*	0,190*	1	-0,211*	0,219**	0,165
Winst	-0,037	-0,090	0,067	-0,025	-0,242**	0,031	0,062	0,211*	1	-0,063	0,104
Groei a.d.h.v. 3 jaar	-0,025	0,002	-0,113	-0,055	-0,064	-0,037	-0,042	0,219**	-0,063	1	0,737**
Groei a.d.h.v. 5 jaar	-0,098	-0,062	-0,110	-0,094	-0,019	0,046	-0,016	0,165*	0,104	0,737**	1

** als correlatie significant is op 1% en * als correlatie significant is op 5%

Bron: Eigen verwerking

Tabel 6: VIF-waarden

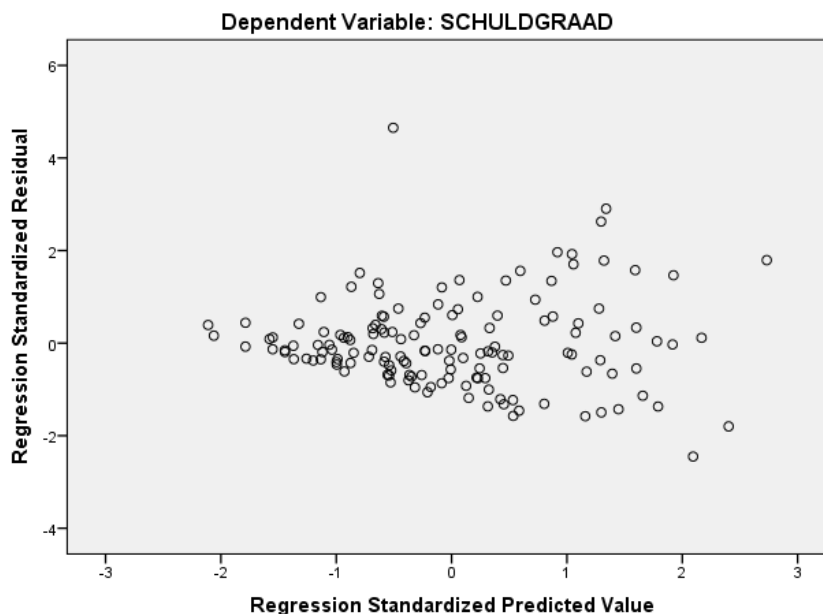
Model	Variabele (VIF)
1	KWAL-NON-AUDIT (2,338), INFO (2,786), GROOTTE (2,376), LEEFTIJD (1,068), STRUCTUURA (1,225), WINST (1,122), GROEIA5jaar (1,069)
2	KWAL-Big4 (1,494), INFO (2,400), GROOTTE (2,236), LEEFTIJD (1,074), STRUCTUURA (1,234), WINST (1,120), GROEIA5jaar (1,081)
3	KWAL-AUDIT (2,369), INFO (2,874), GROOTTE (2,335), LEEFTIJD (1,067), STRUCTUURA (1,230), WINST (1,106), GROEIA5jaar (1,073)

Bron: Eigen verwerking

6.3.4. Heteroscedasticiteit en homoscedasticiteit

Heteroscedasticiteit treedt op wanneer de *error* termen een verschillende variantie hebben in een meervoudig regressiemodel. Hierdoor zouden de regressieresultaten een vertekend beeld kunnen geven. Hiertegenover staat homoscedasticiteit. Dit wil zeggen dat de restwaarden of *error* termen een constante variantie hebben.

Figuur 8: Scatterplot

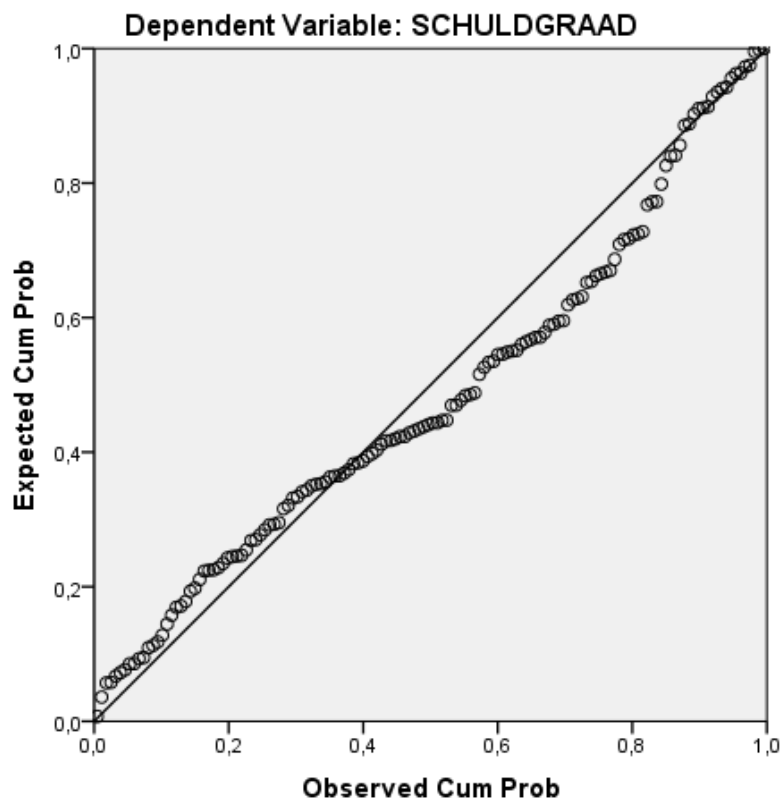


In figuur 8 kan een lichte 'toetervorm' opgemerkt worden, d.w.z. dat de punten van links naar rechts steeds verder van de horizontale nullijn liggen (De Vocht, 2009). Er wordt in deze masterproef toch veronderstelt dat alle modellen homoscedastisch zijn.

6.3.5. Normale verdeling

Om na te gaan of de variabelen normaal verdeeld zijn kan een *Normal P-P plot* (*Normal probability plot*) gegenereerd worden m.b.v. het statistische programma SPSS (De Vocht, 2009). Bij een normale verdeling zouden alle punten op of rondom de diagonaal moeten liggen. Hieronder beeldt figuur 9 de *Normal P-P plot* uit van de gestandaardiseerde residuen in deze masterproef. Er kan afgeleid worden dat de gestandaardiseerde residuen normaal verdeeld zijn.

Figuur 9: Normal P-P plot



H7 Empirische resultaten

Bij het testen van de onderzoekshypothesen zal gebruik gemaakt worden van een significantieniveau van 0,10 (10%), 0,05 (5%) en 0,01 (1%). De betrouwbaarheid zal dus 90%, 95% of 91% bedragen. Er zal gekeken worden naar de p-waarde (*probability value*) om na te gaan of een onafhankelijke variabele significant is en dus een invloed uitoefent op de schuldgraad.

7.1. Onafhankelijke variabelen

Tabel 7: Samenvatting model 1-3

Model	R	R ²	Aangepaste R ²	Std. Fout
1	0,537	0,288	0,252	0,1303921
2	0,553	0,305	0,270	0,1288355
3	0,555	0,308	0,267	0,1290471

Afhankelijke variabele: Schuldgraad (2010)

Bron: Eigen verwerking

De determinatiecoëfficiënten R² en de aangepaste R² geven in procenten weer hoeveel de variantie van de schuldgraad verklaard kan worden door de onafhankelijke variabelen. Wanneer een variabele wordt toegevoegd aan het regressiemodel zal automatisch de R² stijgen. Toch betekent een additionele variabele niet noodzakelijk dat het model werkelijk een verbetering ondergaat. De aangepaste R² is een gewijzigde versie van de R² en lost dit probleem op. De aangepaste R² filtert het effect weg dat elke bijkomende variabele ook een stijging in de R² teweeg brengt (Stock & Watson, 2007). Een R² rond 0 wil zeggen dat de onafhankelijke variabelen de waarde van de afhankelijke variabele niet goed verklaren. Een R² die rond de waarde 1 ligt betekent het tegenovergestelde. De R² van model één, twee en drie is respectievelijk 28,8%, 30,5% en 30,8%.

Tabel 8: ANOVA-tabel model 1-3

Model		Kwadratensom	Vrijheidsgraden	Gemiddelde kwadratensom	F-Waarde	Sig.
1	Regressie	0,937	7	0,134	7,876	0,000
	Residueel	2,312	136	0,017		
	Totaal	3,250	143			
2	Regressie	0,992	7	0,142	8,540	0,000
	Residueel	2,257	136	0,017		
	Totaal	3,250	143			

3	Regressie	1,001	8	0,125	7,517	0,000
	Residueel	2,248	135	0,017		
	Totaal	3,250	143			

Afhankelijke variabele: Schuldgraad (2010)

Bron: Eigen verwerking

Tabel 8 is een ANOVA-tabel (*Analysis of variance*-tabel) en bevat een variantie-analyse. Hieruit kan afgeleid worden of het model in zijn geheel een significante betekenis heeft. Een significantie kleiner dan 0,10 wil zeggen dat het model betekenisvol is. De waarden van de eerste drie regressiemodellen zijn telkens 0,000. De drie modellen zijn dus significant.

De volgende tabel geeft de coëfficiënten (de β -waarden) weer van de onafhankelijke variabelen van het eerste, tweede en derde model.

Tabel 9: Regressiecoëfficiënten model 1-3

Regressor	Model 1	Model 2	Model 3
Constant	0,027 (0,121)	-0,007 (0,118)	0,011 (0,120)
Info (H2)	-0,044 (0,037)	-0,017 (0,034)	-0,029 (0,037)
Kwal-non-audit (H1)	0,009 (0,034)	/	/
Kwal-Big4 (H1)	/	-0,063 (0,034) *	/
Kwal-audit-nonBig4 (H1)	/	/	0,025 (0,034)
Kwal-audit-Big4 (H1)	/	/	-0,044 (0,043)
Grootte (H6)	0,008 (0,016)	0,012 (0,016)	0,009 (0,016)
Leeftijd (H7)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)
StructuurA (H8)	0,345 (0,060) ***	0,355 (0,060) ***	0,355 (0,060) ***
Winst (H9)	-0,293 (0,160) *	-0,265 (0,158) *	-0,247 (0,160)
Groei (H10)	-0,144 (0,123)	-0,168 (0,123)	-0,171 (0,123)

Afhankelijke variabele: Schuldgraad (2010); Standaardafwijking tussen haakjes

* is op 10% sign niveau, ** is op 5% sign niveau, *** is op 1% sign niveau

Bron: Eigen verwerking

Aan de hand van de resultaten kunnen enkele onderzoekshypothesen wel en niet aanvaard worden. Eerst komen de hypothesen aan bod die niet aanvaard kunnen worden.

H1: De kwaliteit van de jaarrekening is positief gerelateerd aan de schuldgraad.

De eerste hypothese handelt over de kwaliteit van de informatie in de jaarrekening. Volgens de literatuur zou kwaliteitsvolle informatie de informatie-asymmetrie kunnen verminderen tussen een familiebedrijf en zijn externe partijen, zoals banken.

Hier werd de kwaliteit gemeten aan de hand van drie variabelen. Aan de hand van de eerste variabele, (KWAL-NON-AUDIT), kan er een positieve relatie opgemerkt worden tussen het laten uitvoeren van een externe controle en de schuldgraad. Toch is de coëfficiënt niet significant. De tweede variabele, (KWAL-Big4), heeft een significante, negatieve coëfficiënt. Wanneer een jaarrekening gecontroleerd wordt door een Big4 auditkantoor, dan zou een familiebedrijf net minder schulden aangaan. Dit is tegen de verwachtingen in en zou betekenen dat de eerste hypothese verworpen mag worden. Tot slot wordt de derde variabele, (KWAL-AUDIT), besproken. De coëfficiënten voor een audit uitgevoerd door een non-Big4 auditkantoor of door een Big4 auditkantoor zijn beiden niet significant ten opzichte van een familiale onderneming die geen auditor aanstelt. Aan de hand van de gevonden resultaten kan de eerste hypothese dus niet aanvaard worden.

H2: De hoeveelheid informatie in de jaarrekening is positief gerelateerd aan de schuldgraad.

Aan de hand van de gevoerde literatuurstudie wordt een hogere schuldgraad verwacht wanneer een familiale onderneming meer informatie ter beschikking stelt. Doordat meer informatie over het familiebedrijf bereikbaar is voor banken zouden de problemen m.b.t. informatie-asymmetrie beperkt kunnen worden. In de eerste drie modellen wordt tegen de verwachting in een negatieve coëfficiënt gevonden bij de onafhankelijke variabele die de hoeveelheid informatie weergeeft. Daarnaast zijn de coëfficiënten niet significant. De tweede hypothese kan dus niet aanvaard worden.

H6: De grootte van het familiebedrijf is negatief gerelateerd aan de schuldgraad.

Over de grootte van een bedrijf bestaan er tegengestelde meningen in de literatuur. Ten eerste moeten grote bedrijven meer wetten volgen en informatie vrijgeven, waardoor ze gemakkelijker zouden kunnen lenen. Hiernaast zouden grote bedrijven meer bronnen nodig hebben om hun activiteiten te kunnen financieren. Hiertegenover wordt in de academische literatuur beargumenteerd dat grotere bedrijven meer te maken hebben met agency problemen. Hierdoor zouden grote, familiale ondernemingen minder gemakkelijk leningen kunnen verkrijgen. De negatieve relatie tussen de grootte van het familiebedrijf en de schuldgraad kan niet ondersteund worden aan de hand van deze studie mits er een positieve, niet significante coëfficiënt werd gevonden voor de grootte. De zesde hypothese kan m.a.w. niet aanvaard worden.

H7: De ouderdom van het familiebedrijf is negatief gerelateerd aan de schuldgraad.

Ook over de ouderdom van het familiebedrijf bestaan verschillende meningen in de academische literatuur. Ten eerste zijn enkele auteurs van mening dat oudere bedrijven reeds een goede reputatie hebben kunnen opbouwen waardoor ze gemakkelijker nieuwe, bijkomende leningen kunnen aangaan. Hiertegenover zijn enkele auteurs die van mening dat jonge bedrijven meer lenen omdat zij minder interne middelen hebben. De zevende hypothese die handelt over de ouderdom van het familiebedrijf en zijn negatieve relatie met de schuldgraad kan niet ondersteund worden aan de hand van deze masterproef. Zoals in tabel negen gezien kan worden zijn de coëfficiënten in de drie modellen telkens negatief, maar niet significant. De zevende hypothese kan dus ook niet aanvaard worden.

H10: De groei is positief gerelateerd aan de schuldgraad.

Aan de hand van de academische literatuur wordt een positieve relatie verwacht tussen de groei van een familiebedrijf en de schuldgraad. Groeiende familiebedrijven hebben immers middelen nodig om dit te kunnen financieren. Familiale ondernemingen zouden meer werken met financieringsbronnen via leningen bij de bank mits zij niet willen overstappen naar financiering aan de hand van het uitgeven van aandelen. In tegenstelling tot wat verwacht werd, is er toch een negatief teken zichtbaar bij de groeicoëfficiënten. Geen enkele coëfficiënt van de drie modellen is significant, waardoor de tiende hypothese niet aanvaard kan worden.

Er werd geen bewijs gevonden om de eerste, tweede, zesde, zevende en tiende hypothese te aanvaarden. Hiertegenover kunnen de achtste en negende hypothese wel aanvaard worden.

H8: De vaste activa is positief gerelateerd aan de schuldgraad.

Bedrijven met veel vaste activa kunnen meer leningen aangaan omdat ze de activa in onderpand kunnen geven. Banken die activa in onderpand hebben kunnen deze liquideren bij het faillissement van het bedrijf. Hierdoor lopen de banken minder risico en zouden ze gemakkelijker leningen uitgeven. Ook zou de informatie-asymmetrie verminderd worden aan de hand van leningen met onderpand. In deze masterproef geven de drie eerste modellen positieve coëfficiënten weer van de structuur van de vaste activa. Deze zijn significant op het 1% significantieniveau. Hoe meer vaste activa ten opzichte van het totaal der activa, hoe meer familiebedrijven de kans grijpen om schuldfinanciering aan te gaan. Er is dus voldoende bewijs om de achtste hypothese te aanvaarden.

H9: De winstgevendheid is negatief gerelateerd aan de schuldgraad.

Volgens de *trade-off* theorie van Myers (1984) gaat een bedrijf met veel winst ook meer leningen aan. Hier tegenover staat het standpunt van de *pecking-order* theorie. Bedrijven met veel winst hebben meer interne middelen. Hierdoor zullen eerst de interne middelen worden opgebruikt en wordt er pas later overgestapt naar leningen bij de bank. De negende hypothese volgt de redenering van de *pecking-order* theorie. De eerste drie modellen tonen dat de coëfficiënten van de winstgevendheid een negatief teken hebben. Hiernaast zijn de coëfficiënten in twee modellen van de drie significant op het 10% significantieniveau. De negende hypothese zou dus aanvaard kunnen worden.

7.2. Interactievariabelen

Tabel 10: Samenvatting model 4-8

Model	R	R ²	Aangepaste R ²	Std. Fout
4	0,542	0,294	0,252	0,1303483
5	0,553	0,305	0,264	0,1293096
6	0,537	0,289	0,246	0,1308687
7	0,553	0,305	0,264	0,1293041
8	0,552	0,304	0,263	0,1293959

Afhankelijke variabele: Schuldgraad (2010)

Bron: Eigen verwerking

In de tiende tabel worden voor de modellen vier t.e.m. acht opnieuw de determinatiecoëfficiënten R² en de aangepaste R² gegeven. De R² in deze modellen ligt, net zoals in model één t.e.m. drie, tussen de 28% en 30%. Dit wil zeggen dat 28 tot 30 procent van de onafhankelijke variabele verklaard wordt door de afhankelijke variabelen.

Tabel 11: ANOVA-tabel model 4-8

Model		Kwadratensom	Vrijheidsgraden	Gemiddelde kwadratensom	F-Waarde	Sig.
4	Regressie	0,956	8	0,119	7,032	0,000
	Residueel	2,294	135	0,017		
	Totaal	3,250	143			
5	Regressie	0,992	8	0,124	7,418	0,000
	Residueel	2,257	135	0,017		
	Totaal	3,250	143			

6	Regressie	0,938	8	0,117	6,843	0,000
	Residueel	2,312	135	0,017		
	Totaal	3,250	143			
7	Regressie	0,992	8	0,124	7,420	0,000
	Residueel	2,257	135	0,017		
	Totaal	3,250	143			
8	Regressie	0,989	8	0,124	7,386	0,000
	Residueel	2,260	135	0,017		
	Totaal	3,250	143			

Afhankelijke variabele: Schuldgraad (2010)

Bron: Eigen verwerking

Tabel 11 is, net zoals tabel acht, een ANOVA-tabel. Deze tabel toont een variantie-analyse voor de laatste vijf modellen. Het aantal vrijheidsgraden van de regressie is 8 in plaats van 7 omdat er nu 8 onafhankelijke variabelen aanwezig zijn in de modellen. Het totaal aantal vrijheidsgraden is gelijk aan het aantal cases minus één. Zowel in de achtste als de elfde tabel is dit dus gelijk aan 143 (het verschil van 144 en 1). Het residuele aantal vrijheidsgraden is dan het verschil tussen het totaal aantal vrijheidsgraden verminderd met de vrijheidsgraden in de regressie.

7.2.1. Kwaliteit a.d.h.v. (KWAL-NON-AUDIT), winst en schuldgraad

Tabel 12: Regressiecoëfficiënten model 4-5

Regressor	Model 4	Model 5
Constant	-0,003 (0,125)	-0,008 (0,119)
Kwal-non-audit * winst (H5)	-0,337 (0,323)	/
Kwal-Big4 * winst (H5)	/	-0,034 (0,510)
Kwal-non-audit (H5)	0,014 (0,034)	/
Kwal-Big4 (H5)	/	-0,061 (0,040)
Winst (H5)	-0,164 (0,202)	0,262 (0,166)
Info	-0,44 (0,037)	-0,017 (0,034)
Grootte	0,012 (0,017)	0,012 (0,016)
Leeftijd	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)
structuurA	0,350 (0,060) ***	0,355 (0,060) ***
Groei	-0,142 (0,123)	-0,167 (0,124)

Afhankelijke variabele: Schuldgraad (2010); Standaardafwijking tussen haakjes

* is op 10% sign niveau, ** is op 5% sign niveau, *** is op 1% sign niveau;

Bron: Eigen verwerking

In het vierde en het vijfde model werd een interactie-effect toegevoegd. Er wordt gesteld dat de kwaliteit van informatie een positief effect heeft op de schuldgraad indien het bedrijf een laag winstniveau heeft. De winst wordt dan de moderator genoemd. Men kan spreken van een significant interactie-effect wanneer de kwaliteit van informatie gelijktijdig met de interactie tussen de kwaliteit en de winst significant is.

H5: Kwaliteitsvolle informatie is enkel positief gerelateerd aan de schuldgraad indien de winst laag is.

Winstgevende ondernemingen kunnen hun winsten gebruiken om verder te investeren. Een bedrijf met weinig of geen winst heeft andere financieringsbronnen nodig. Om financieringsbronnen aan te trekken kunnen ondernemingen kwaliteitsvolle informatie ter beschikking stellen.

In het vierde model wordt de kwaliteit van de informatie gemeten aan de hand van het feit of er al dan niet een externe audit heeft plaatsgevonden in het familiebedrijf. De coëfficiënt van deze onafhankelijke variabele heeft een positief teken, terwijl de interactieterm een negatief teken heeft. Dit kan betekenen kwaliteitsvolle informatie zorgt voor een hogere schuldgraad wanneer het winstniveau laag is. Toch wordt in deze masterproef hiervoor geen significant bewijs gevonden. Ook in model vijf kan geen significant interactie-effect gevonden worden. Hierdoor kan de vijfde hypothese niet aanvaard worden.

7.2.2. Info, winst en schuldgraad

Tabel 13: Regressiecoëfficiënten model 6-7

Regressor	Model 6	Model 7
Constant	0,024 (0,125)	-0,004 (0,121)
Info * winst (H4)	-0,035 (0,336)	0,042 (0,335)
Info (H4)	-0,044 (0,037)	-0,017 (0,034)
Winst (H4)	-0,281 (0,195)	-0,279 (0,192)
Kwal-non-audit	0,009 (0,034)	/
Kwal-Big4	/	-0,063 (0,035) *
Grootte	0,008 (0,017)	0,012 (0,016)
Leeftijd	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)
structuurA	0,346 (0,061)	0,353 (0,060) ***
Groei	-0,144 (0,124)	-0,168 (0,123)

Afhankelijke variabele: Schuldgraad (2010); Standaardafwijking tussen haakjes

* is op 10% sign niveau, ** is op 5% sign niveau, *** is op 1% sign niveau

Bron: Eigen verwerking

Ook wordt in het zesde en zevende model een interactie-effect toegevoegd. Aan de hand van de vierde hypothese werd gesteld dat de kwantiteit van informatie slechts een positief effect heeft op de schuldgraad indien het familiebedrijf een laag winstniveau heeft.

H4: Een grote hoeveelheid informatie is enkel positief gerelateerd aan de schuldgraad indien de winst laag is.

Familiale ondernemingen met veel winst kunnen deze gebruiken om verdere investeringen te doen. Er kunnen additionele financieringsbronnen nodig zijn wanneer het winstniveau niet hoog genoeg of voldoende is. Financieringsbronnen kunnen aangetrokken worden aan de hand van het beschikbaar stellen van veel informatie.

Het zesde model meet de kwaliteit van informatie aan de hand van de variabele (KWAL-NON-AUDIT) en het zevende model meet dit aan de hand van de variabele (KWAL-Big4). Beide modellen vinden geen significant bewijs om de vierde hypothese te kunnen aanvaarden omdat de variabele (INFO) en de interactieterm niet significant zijn.

7.2.3. Kwantiteit, kwaliteit en schuldgraad

Tabel 13: Regressiecoëfficiënten model 8

Regressor	Model 8
Constant	0,033 (0,120)
Info * Kwal-non-audit (H3)	-0,114 (0,065) *
Info (H3)	0,016 (0,050)
Kwal-non-audit (H3)	0,064 (0,045)
Grootte	0,006 (0,016)
Leeftijd	-0,001 (0,001)
StructuurA	0,353 (0,060) ***
Winst	-0,216 (0,160)
Groei	-0,145 (0,122)

Afhankelijke variabele: Schuldgraad (2010); Standaardafwijking tussen haakjes

* is op 10% sign niveau, ** is op 5% sign niveau, *** is op 1% sign niveau

Bron: Eigen verwerking

In het achtste model wordt een interactieterm toegevoegd om de derde hypothese te kunnen toetsen. De derde hypothese stelt dat een hogere schuldgraad enkel voorkomt in familiebedrijven die een grotere hoeveelheid informatie aan goede kwaliteit weergeven.

H3: Een grotere hoeveelheid aan informatie is enkel positief gerelateerd aan de schuldgraad indien deze informatie ook van hoge kwaliteit is.

Familiebedrijven die grote hoeveelheden informatie delen met banken kunnen de informatie-asymmetrie beperken. Daarnaast is het belangrijk dat de gegeven informatie van goede kwaliteit is. Kwaliteitsvolle financiële informatie is informatie die een getrouw beeld geeft van de werkelijkheid en die dus niet gemanipuleerd is. Het is de taak van bedrijfsrevisoren om jaarrekeningen te controleren op zware fouten of weglatingen, al dan niet met opzet. Familiebedrijven, die een externe auditor aanstellen, kunnen op die manier de kwaliteit van informatie verbeteren.

In model acht is de interactieterm significant. Toch kan er niet gesproken worden van een significant interactie-effect omdat de variabele (INFO) niet significant is. Hypothese nummer drie kan hierdoor niet aanvaard worden.

H8 Algemene conclusies

Deze masterproef streeft ernaar de centrale onderzoeksvraag uit het eerste hoofdstuk te kunnen beantwoorden. Die vraag luidde als volgt: “Bestaat er een positieve relatie tussen de kwaliteit en kwantiteit van informatieverstrekking en de schuldgraad van familiebedrijven?”. In het eerste hoofdstuk werden additionele deelvragen geformuleerd die een hulp kunnen bieden bij het beantwoorden van de centrale onderzoeksvraag.

Dit werk kan opgedeeld worden in twee grote onderdelen. Het eerste deel bevat een uitgebreide literatuurstudie. Deze studie behandelt verschillende onderwerpen zoals familiebedrijven, problemen binnen familiebedrijven, de kwaliteit van informatie en de kwantiteit van informatie. Daarnaast werden onderzoekshypothesen opgesteld aan de hand van academische literatuur. Het tweede deel van deze masterproef bevat een empirische studie. Aan de hand hiervan werden de hypothesen getest. Er werd gebruik gemaakt van een steekproef die na het verwijderen van uitschieters 144 familiebedrijven bedroeg.

In dit hoofdstuk zullen de conclusies van deze masterproef weergegeven worden. Eerst zullen de centrale onderzoeksvraag met de bijkomende deelvragen beantwoord worden. Hierbij zal gesteund worden op de literatuurstudie en het empirisch onderzoek. Hierna zal een toelichting gegeven worden over hoe dit onderzoek een bijdrage kan leveren aan de bestaande literatuur. Ook beperkingen en suggesties voor verder onderzoek zullen besproken worden.

8.1. Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

8.1.1. Verkennende literatuurstudie

Er bestaat geen eenduidigheid in de academische literatuur over het begrip ‘familiebedrijf’. Elke definitie hiervan legt zijn eigen nadruk. Het familiale karakter in een familiebedrijf kan verscheidene problemen met zich meebrengen. Een eerste discussiepunt kan ontstaan wanneer de CEO van de familiale onderneming een opvolger zoekt (Lin & Hu, 2007). Ten tweede kunnen verschillende partijen niet over dezelfde informatie beschikken, dit wil zeggen dat er informatie-asymmetrie heerst. Wanneer verschillende partijen geen transparante informatie ter beschikking hebben en tegengestelde belangen nastreven kunnen er problemen ontstaan, namelijk agency problemen. De belangrijkste agency problemen in familiale ondernemingen ontstaan tussen aandeelhouders en managers of tussen aandeelhouders en schuldeisers (Eisenhardt, 2006; Jensen & Meckling, 1967).

Omdat familiale ondernemingen gekenmerkt worden door verschillende problemen, zullen banken voorzichtiger zijn bij het verstrekken van kredieten aan dit type van ondernemingen. De terughoudendheid van banken ten opzichte van bepaalde bedrijven zou kunnen leiden tot kredietrantsoenering. Dit fenomeen doet zich voor wanneer de vraag naar bankkredieten hoger is dan het aanbod en wanneer er geen nieuw evenwicht ontstaat waarbij de kloof tussen vraag en aanbod gedicht wordt (Stiglitz & Weiss, 1981; Steijvers, Voordeckers, & Mercken, 2004). Kredietrantsoenering kan beperkt worden met behulp van bepaalde methoden zoals schuldcontracten die convenanten bevatten, contracten met beperkte looptijd en het onderhouden van een goede relatie met de bank. Een vijfde en mogelijk nieuwe manier om kredietrantsoenering te beperken zou het geven van veel informatie of informatie aan een hoge kwaliteit kunnen zijn. Ondanks de vooropgestelde verwachtingen werd hiervoor geen ondersteunend bewijs gevonden in het empirisch onderzoek.

Vervolgens werd gezocht naar een acceptabele definitie van de kwaliteit en kwantiteit van informatie. Er werd aangenomen dat de informatie die een familiebedrijf geeft kwaliteitsvol genoemd mag worden wanneer deze gecontroleerd is door een externe auditor. Daarnaast wordt gepercipieerd dat een auditor ingehuurd door een Big4 auditkantoor kwalitatief betere controles uitvoert. Ten tweede kon aangenomen worden dat een hoge kwantiteit aan informatie betekent dat er gerapporteerd wordt aan de hand van het volledige schema van de jaarrekening.

8.1.2. Empirisch onderzoek

Het empirisch onderzoek, dat een onderdeel is van deze masterproef, had als doel een antwoord vinden op de centrale onderzoeksvraag en deelvragen gesteld in het onderzoeksplan. De steekproef gehanteerd in het empirische deel bestaat uit 144 familiebedrijven. Gegevens over deze bedrijven zijn gehaald uit de Bel-first databank. Er werd gewerkt met data uit 2010 omdat dit het laatst beschikbare jaar was in de databank.

De eerste twee deelvragen handelen over het effect van de kwaliteit van informatie en het effect van de kwantiteit van informatie op de schuldgraad van familiebedrijven. Het geven van meer informatie of van kwaliteitsvollere informatie zou de informatie-asymmetrie tussen het familiebedrijf en de bank kunnen beperken. Hierdoor werd een positief effect verwacht tussen de kwaliteit en kwantiteit van informatie en de schuldgraad. Toch kunnen de resultaten uit het onderzoek dit effect niet bevestigen omdat er geen significante resultaten bekomen werden.

Vervolgens werd met behulp van interactievariabelen getracht een antwoord te vinden op de derde deelvraag, met name of er slechts een positieve relatie zichtbaar zal zijn tussen de

kwaliteit of kwantiteit van informatie en de schuldgraad indien het winstniveau laag is. Een familiebedrijf met weinig winst zou extra financieringsmiddelen bij de bank willen verkrijgen om investeringen te kunnen doen. Het verkrijgen van deze leningen zou vlotter kunnen voorlopen als de kwaliteit van de verstrekte informatie goed is en als er voldoende informatie beschikbaar is over het familiebedrijf. Ondanks de verwachtingen werden geen significante resultaten gevonden om de derde deelvraag op een positieve manier te kunnen beantwoorden.

De vierde deelvraag handelt over het effect van de traditionele determinanten op de schuldgraad van familiebedrijven. Voor sommige determinanten kon een positief of negatief effect op de schuldgraad bewezen worden, terwijl dit voor anderen niet kon. Eerst worden de determinanten besproken waarvoor geen bewijs gevonden werd dat zij een significante invloed uitoefenen op de schuldgraad van een familiebedrijf. Aan de hand van de literatuurstudie werd gesteld dat de grootte van het familiebedrijf een negatief effect zal hebben op de schuldgraad. Kleine bedrijven zouden meer schulden bij banken aangaan om te kunnen investeren en hieruit voortvloeiend ook te kunnen groeien. Daarnaast werd gesteld dat jonge familiebedrijven meer leningen aangaan ten opzichte van oudere bedrijven. Dit zou onder meer te wijten zijn aan het feit dat jonge familiebedrijven onvoldoende interne middelen gegenereerd hebben om te kunnen investeren. Volgens de *pecking-order* theorie zullen zij dan overstappen op externe financieringsmiddelen. Ten derde werd gesteld dat groeiende familiebedrijven meer bankfinanciering zullen aangaan. Interne middelen zijn immers vaak niet toereikend genoeg om een sterke groei te kunnen ondersteunen. In tegenstelling tot wat verwacht werd, kon geen belangrijk bewijs gevonden worden om de drie bovenstaande stellingen te accepteren.

Naast het feit dat er geen bewijs gevonden kon worden voor de impact van de grootte, de ouderdom en de groei van familiebedrijven op de schuldgraad, is er voor andere determinanten wel bewezen dat zij een invloed uitoefenen op de schuldgraad van familiebedrijven. Ten eerste werd een positieve relatie verwacht tussen de hoeveelheid vaste activa en de schuldgraad. Familiebedrijven met veel vaste activa kunnen meer activa in onderpand geven, hierdoor bezitten banken over een hogere mate van zekerheid dat hun lening terugbetaald zal worden. Deze verwachting kan ondersteund worden aan de hand van de resultaten uit het empirisch onderzoek. Daarnaast werd verwacht dat familiebedrijven met weinig winst meer leningen zullen aangaan. Weinig winst betekent immers weinig interne middelen om te investeren. Er zal daarom overgestapt moeten worden op andere, externe middelen om de activiteiten te kunnen financieren. In de empirische studie werd statistisch bewijs gevonden voor het feit dat familiebedrijven met weinig winst sneller zullen lenen.

8.2. Bijdrage aan de bestaande academische literatuur

De gestructureerde literatuurstudie die gevoerd werd in deze masterproef kan een belangrijke toegevoegde waarde zijn voor de bestaande academische literatuur. Er werd een duidelijke uiteenzetting gegeven van de verschillende problemen waarmee familiebedrijven te maken kunnen krijgen. Ook werden er verschillende factoren op een gestructureerde wijze besproken die de kwaliteit van informatie kunnen beïnvloeden.

Hiernaast is er in het laatste decennium almaar meer aandacht uitgegaan naar familiebedrijven binnen de academische literatuur. Ook deze masterproef spitst zich toe op familiale ondernemingen. Gezien de niet significante resultaten die gevonden werden aan de hand van dit werk, kan dit een stimulans zijn het voeren van verder onderzoek.

8.3. Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek

Ten eerste werd er gewerkt met data die verzameld zijn uit de Bel-first databank van Bureau Van Dijk. Eerst werden KMO's opgevraagd met minstens tien werknemers. De familiale ondernemingen werden nadien handmatig geselecteerd uit een steekproef. De cases die overblijven na het handmatig controleren of een geselecteerde KMO ook als familiebedrijf bestempeld mag worden zou menselijke fouten kunnen bevatten. Daarnaast dateren de gegevens, afgehaald van de Bel-first databank, van 2010. Rond dat jaar was de economische crisis voelbaar voor vele ondernemingen. Het zou kunnen dat dit een invloed heeft gehad op de financiële cijfers uit de jaarrekeningen. Ook zou het vertrouwen van banken in de ondernemingen dalen waardoor er minder leningen werden goedgekeurd.

Ten tweede werd in de literatuurstudie al snel duidelijk dat er in de literatuur veel argumenten bestaan die elkaar tegenspreken. Bij het onderbouwen van de hypothesen moest vaak een keuze gemaakt worden tussen tegenovergestelde meningen.

Vervolgens kan opgemerkt worden dat de R^2 van de acht modellen in het empirisch onderzoek niet erg hoog is. Dit zou betekenen dat er verschillende variabelen ontbreken die de schuldgraad van een familiale onderneming beïnvloeden.

Tot slot werd in deze masterproef gewerkt met de schuldgraad in de enge zin. Deze schuldgraad bekomt men door de schulden op lange termijn van een onderneming te delen door het balanstotaal van diezelfde onderneming in een bepaald jaar. Aan de hand van deze ratio werd bepaald of een familiebedrijf veel of weinig schulden is aangegaan bij de bank. De schulden op lange termijn zullen vooral bestaan uit bankleningen op lange termijn. Toch hangt er een beperking vast aan deze denkwijze omdat er hier ook andere schulden in vervat kunnen zitten.

Naast de vier belangrijkste beperkingen van deze masterproef kunnen er suggesties gegeven worden voor verder onderzoek. De relatief lage R^2 kan niet alleen als beperking gezien worden maar toont ook aan dat er ruimte is voor verder onderzoek met determinanten die de R^2 kunnen laten stijgen. Ten tweede zijn er acht hypothesen die niet aanvaard kunnen worden. Er werd geen significant bewijs gevonden om die acht hypothesen te verwerpen, dit toont opnieuw aan dat er ruimte bestaat voor verder onderzoek. Tot slot werd er enkel gewerkt met familiebedrijven binnen de productiesector. Verder onderzoek kan bijvoorbeeld een opsplitsing maken tussen vier hoofdsectoren zoals productiesector, bouwsector, dienstensector en groot- en kleinhandelaars. Vervolgens zou het effect getest kunnen worden van de onafhankelijke variabelen op de schuldgraad per sector.

Lijst van geraadpleegde werken

Artikelen

Akerlof, G.A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 488 – 500.

Anderson, R.C., Mansi, S.A., Reeb, D.M. (2003). Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, vol. 68, 263 – 285.

Baker, M., Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, vol. 57, 1 – 32.

Baugnet, V., Wuyts, G. (2006). De Rol van de Aandelen in de Financiering van de Belgische Vennootschappen. *Economisch Tijdschrift Nationale Bank van België*, september, 37 – 50.

Belgische Corporate Governance Code. (2004, 9 december). Opgevraagd op 28 november, 2011, via http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=154.

Belgische Corporate Governance Code. (2009, 12 maart). Opgevraagd op 28 november, 2011, via http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=256.

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*, vol. 112. 647 – 691.

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 & Finance*, vol. 22, 613 – 673.

Binks, M.R., Ennew, C.T. (1997). Smaller Businesses and Relationship Banking: The Impact of Participative Behavior. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 21, 83 – 92.

Birley, S. (1986). Succession in the Family Firm: the Inheritor's View. *Journal of Small Business Management*, vol. 24. 36 – 43.

Boot, A.W.A. (2000). Relationship Banking: What Do We Know? *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, 7 – 25.

Boot, A.W.A., Thakor, A.V. (1994). Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game. *International Economic Review*, vol. 35, 899 – 920.

- Boot, A.W.A., Thakor, A.V., Udell, G.F. (1991). Secured Lending and Default Risk: Equilibrium Analysis. Policy Implications and Empirical Results, *Economic Journal*, vol. 101, 458 – 472.
- Booth, J.R., Booth, L.C. (2006). Loan Collateral Decisions and Corporate Borrowing Costs. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38, 67 – 90.
- Bosse, D.A., Arnold, T. (2010). Trade credit: A Real Option for Bootstrapping Small Firms. *Venture Capital*, vol. 12, 49 – 63.
- Carey, P., Simnett, R., Tanewski, G. (2000). Voluntary Demand of Internal and External Auditing By Family Businesses. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, vol. 19, 37 – 51.
- Carcello, J.V., Nagy, A.L. (2004). Audit Firm Tenure and Fraudulent Financial Reporting. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, vol. 23, 55 – 69.
- Chan, Y.S., Kanatas, G. (1985). Asymmetric Valuation and the Role of Collateral in Loan Agreements. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, 85 – 95.
- Chava, S., Roberts, M.R. (2008). How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants. *Journal of Finance*, vol. 63, 2085 – 2121.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q. (2007). Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure? *Journal of Accounting Research*, vol. 46, 499 – 536.
- Choi, J.-H., Kim, C.F., Kim, J.-B., Zang, Y. (2010). Audit Office Size, Audit Quality and Audit Pricing. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, vol. 29, 73 – 97.
- Chrisman, J.J., Steier, L.P., Chua, J.H. (2006). Personalism, Particularism and the Competitive Behaviors and Advantages of Family Firms: An Introduction. *Entrepreneurship Theory & Practice*, vol. 30, 719 – 729.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J., Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship Theory & Practice*, vol. 23, 19-39.
- Churchill, N.C., Hatten, K.J. (1987). Non-Market-Based Transfers of Wealth and Power: A Research Framework for Family Businesses. *American Journal of Small Businesses*, vol. 11, 51 – 64.
- Craswell, A.T., Francis, J.R., Taylor, S.L. (1995). Auditor Brand Name Reputations and Industry Specialisations. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, 197 – 322.

- Cucculelli, M., Micucci, G. (2008). Family Succession and Firm Performance: Evidence from Italian Family Firms. *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, 17 – 31.
- Davis, J.H., Allen, M.R., Hayes, H.D. (2010). Is Blood Thicker than Water? A Study of Stewardship Perceptions in Family Business. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, vol. 34, 1093 – 1116.
- Davis, J.H., Schoorman, R., Donaldson, L. (1997). Towards a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, vol. 22, 20 – 47.
- DeAngelo, L.E. (1981). Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, 183 – 199.
- Diamond, D.W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, vol. 97, 828 – 862.
- Drakos, K., Giannakopoulos, N. (2011). On the Determinants of Credit Rationing: Firm Level Evidence From Transition Countries. *Journal of International Money and Finance*, vol. 30, 1773 – 1790.
- Eddleston, K.A., Chrisman, J.J., Steier, L.P., & Chua, J.H. (2010). Governance and Trust in Family Firms: An Introduction. *Entrepreneurship Theory & Practice*, vol. 34, 1043 – 1056.
- Eisenhardt, K.M. (2006). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, vol. 14, 57 – 74.
- El-Gazzar, S., Pastena, V. (1991). Factors Affecting the Scope and Initial Tightness of Covenant Restrictions in Private Lending Agreements. *Contemporary Accounting Research*, vol. 8, 132 – 151.
- Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 301 – 326.
- Francis, J.R., Wilson, E.R. (1988). Auditor changes: A Joint Test of Theory Relating to Agency Costs and Auditor differentiation. *Accounting Review*, vol. 63, 663 – 682.
- Faulkender, M. (2002). Cash Holdings Among Small Businesses. *Working paper (Kellogg School of Management, Northwestern University, 2002)*.
- Gaeremynck, A., Van der Meulen, S., Willekens M. (2008). Audit-firm portfolio characteristics and client financial reporting quality. *European Accounting Review*, vol. 17, 243 – 270.

Gallo, M.A., Tàpies, J., Cappuyns, K. (2000). Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences. *Family Business Review*, vol. 17, 303 – 318.

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

Hay, D.C., Knechel, W.R., Wong, N. (2006). Audit Fees: A Meta-analysis of the Effect of Supply and Demand Attributes. *Contemporary Accounting Research*, vol. 23, 141 – 191.

Heath, J. (2009). The Uses and Abuses of Agency Theory. *Business Ethics Quarterly*, vol. 19, 497 – 528.

Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (2012). Information Disclosure and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, vol. 67, 195 – 234.

Heyman, D., Deloof, M., Ooghe, H. (2008). The Financial Structure of Private Held Belgian Firms. *Small Business Economics*, vol.30 , 301 – 313.

Hilary, G., Lennox, C. (2005). The Credibility of Self-Regulation: Evidence from the Accounting Profession's Peer Review Program. *Journal of Accounting & Economics*, vol. 40, 211 – 229.

Holm, C., Laursen, P.B. (2007). Risk and Control Developments in Corporate Governance: changing the Role of the External Auditor? *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, 322 – 333.

Husted, B.W. (2007). Agency, Information and the Structure of Moral Hazard Problems in Business. *Organization Studies*, vol. 28, 177 – 195.

Huynh, K.P., Petrunia, R.J. (2010). Age effects, leverage and firm growth. *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 34, 1003-1013.

IBR (2007). Normen van het Instituut der Bedrijfsrevisoren Inzake Bepaalde Aspecten Verbonden met de Onafhankelijkheid van de Commissaris [Elektronische versie]. Geraadpleegd op 13 februari 2012, via <http://www.ibr-ire.be/>.

IFERA (2003). Family Business Dominate. *Family Business Review*, vol. 16, 235 – 240.

Jeffrey, C. (2008). Internal Control at Private Companies and Nonprofits. *CPA Journal*, vol. 78, 52 – 54.

- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 305 – 360.
- Johnson, P.E., Jamal, K., Berryman R.G. (1991). Effects of Framing on Auditor Decisions. *Organizational Behavior & Human Decision Processes*, vol. 50, 75- 105.
- Johnson, V.E., Khurana, I.K., Reynolds, J.K. (2002). Audit-Firm Tenure and the Quality of Financial Reports. *Contemporary Accounting Research*, vol. 19, 637 – 660.
- Karra, N., Tracey, P., Philips, N. (2006). Altruism and Agency in the Family Firm: Exploring the Role of Family, Kinship and Ethnicity. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, vol. 30, 861 – 877.
- Killesse, A. (2005). Een beroep dat meer en meer onder toezicht komt te staan. *Periodieke berichten IBR*, 6/2005. Geraadpleegd op 9 februari, 2012, via <http://www.ibr-ire.be/ned/periodiekeberichten/berichten005601.aspx>.
- Klein, K.E. (2007). Succession planning without an Heir. *BusinessWeek Online*, 12.
- Korteweg, A. (2010). The Net Benefits of Leverage. *Journal of Finance*, vol. 65, 2137 – 2170.
- Lennox, C.S. (1999). Audit Quality and Auditor Size: An Evaluation of Reputation and Deep Pockets Hypotheses. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 26, 779 – 805.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P.D. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, vol. 69, 505 – 527.
- Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2002). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, vol. 38, 91 – 124.
- Lin, S., Hu, S. (2007). A Family Member or Professional Management? The Choice of a CEO and Its Impact on Performance. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, 1348 – 1362.
- Locatelli, M. (2002). Good Internal Controls and Audit Independence. *CPA Journal*, vol. 72, 12 – 15.
- Lubatkin, M.H., Schulze, W.S., Ling, Y., Dino, R.N. (2005). The Effect of Parental Altruism On the Governance of Family-Managed Firms. *Journal of Organizational Behavior*, vol. 26, 313 – 330.

- Lundholm, R., Van Winkle, M. (2006). Motives for Disclosure and Non-disclosure: A Framework and Review of the Evidence. *Accounting and Business Research*, vol. 36, 43 – 48.
- Mazumdar, S.C., Sengupta, P. (2005). Disclosure and the Loan Spread on Private Debt. *Financial Analysts Journal*, vol. 61, 83 – 95.
- Mazur, K. (2007). The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies. *International Advances in Economic Research*, vol. 13, 495 – 514.
- Micheleas, N., Chittenden, F., Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, vol. 12, 113 – 130.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. (2006). Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship and Capabilities. *Family Business Review*, vol. 19, 73 – 87.
- Miller, S.E. (2011). Impact of the Sarbanes Oxley Act on Foreign Companies in the United States: An Analysis. *International Journal of Management*, vol. 28, 71 – 76.
- Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, vol. 48, 261 – 197.
- Modigliani, F., Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, vol. 53, 433 – 443.
- Mueller, E. (2008). Benefits of Control, Capital Structure and Company Growth. *Applied Economics*, vol. 40, 2721 – 2734.
- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, vol. 39, 575 – 592.
- Myers, S.C., Majluf N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 187 – 221.
- Nikolaev, V.V. (2010). Debt Covenants and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, vol. 48, 51 – 89.
- Petersen, M.A., Rajan, R.G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence From Small Business Data. *The Journal of Finance*, vol. 49, 3 – 37.
- Pettit, R.R., Singer, R.F. (1985). Small Business Finance: A Research Agenda. *Financial Management*, vol. 14, 47 – 60.

- Poutziouris, P.Z. (2001). The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy. *Family Business Review*, vol. 14, 277 – 291.
- Ragothaman, S., Gollakota, K. (2009). The effect of Firm Characteristics on Corporate Governance: An Empirical Study in the United States. *International Journal of Management*, vol. 26, 309 – 319.
- Romano, C.A., Tanewski, G.A. (2001). Capital Structure Decision Making: A Model for Family Businesses. *Journal of Business Venturing*, vol. 16, 185 – 210.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.M., Buchholtz, A.K. (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science*, vol. 12, 99-116.
- Schwartz, E., Aronson, J.R. (1967). Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure. *Journal of Finance*, vol. 22, 10 – 18.
- Scott Jr., D.F. (1972). Evidence on The Importance of Financial Structure. *Financial Management*, vol. 1, 45 – 50.
- Sogorb-Mira, F. (2005). How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence From A 1994 – 1998 Spanish Data Panel. *Small Business Economics*, vol. 25, 447 – 457.
- Staubus, G.J. (2005). Ethics Failures in Corporate Financial Reporting. *Journal of Business Ethics*, vol. 57, 5-15.
- Steijvers, T., Voordeckers, W. (2009). Private Family Ownership and the Agency Cost of Debt. *Family Business Review*, vol. 22, 332 – 346.
- Steijvers, T., Voordeckers, W., Mercken, R. (2004). Kredietrantsoenering en evoluties in de kredietverlening: Een Theoretische Analyse. *Tijdschrift voor Economie en Management*, vol. 49, 105 – 135.
- Steijvers, T., Voordeckers, W., Vanhoof, K. (2010). Collateral, Relationship Lending and Family Firms. *Small Business Economics*, vol. 34, 243 – 259.
- Stiglitz, J.E., Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, vol. 71, 393 – 410.
- Van Caneghem, T., Van Campenhout, G. (2010). Quantity and quality of information and SME financial structure. *Small Business Economics*, vol. 39, 341 – 358.

Van Cayseele, P. (1999). Ondernemingsgroei, interne financiering en innovatieve creativiteit: Een empirische toets. *Tijdschrift voor Economie en Management*, vol. 44, 369 – 383.

Van den Berghe, L.A.A., Carchon, S. (2002). Corporate Governance Practices in Flemish Family Businesses. *Corporate Governance*, vol. 10, 225-245.

Van den Dorpe, M. (2007). Bancaire financieringsbronnen onder de loep. *KMOPME Magazine*, vol. 266, 40 – 41.

Van den Dorpe, M. (2008). Enkele niet-bancaire financieringsbronnen. *KMOPME Magazine*, vol. 267, 35 – 35.

Van Overfelt, W., Deloof, M., Vanstraelen, A. (2010). Determinants of Corporate Financial Disclosure in an Unregulated Environment: Evidence from the Early 20th Century. *European Accounting Review*, vol. 19, 7 – 34.

Van Sertima, M.A. (2005). An overview of Internal Controls. *Benefits & Compensation Digest*, vol. 42, 22 – 26.

Voordeckers, W., Van Gils, A. (2003). Governance in het Vlaamse Familiebedrijf, onderzoek uitgevoerd in opdracht van het Vlaams Instituut voor het Familiebedrijf.

Weimer, J., Papa, J.C. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 7, 152 – 166.

Yang, M-L. (2010). The Impact of Controlling Families and Family CEOs on Earnings Management. *Family Business Review*, vol. 23, 266 – 279.

Boeken

Anderson, D.R., Sweeney, D.J., Williams, T.A. (2007). *Statistiek voor economie en bedrijfskunde*. Den Haag: Sdu Uitgevers bv.

De Vocht, A. (2009). *Basishandboek SPSS 17*. Utrecht: Bijleveld Press.

Dries, R., Van Brussel, L., Willekens, M. (2004). *Handboek Auditing*. Antwerpen: Intersentia.

Gramling, A.A., Rittenberg, L.E., Johnstone, K.M. (2010). *Auditing (International Edition)*. South-Western, Cengage Learning.

Jorissen, A., Lybaert, N., Reyns, C., Vanneste, J. (2007). *Financial Accounting*. Antwerpen: De Boeck.

Laveren, E., Engelen, P., Limère, A., Vandemaele, S. (2009). *Handboek Financieel Beheer*. Antwerpen: Intersentia.

Mercken, R. (2004). *De investeringsbeslissing*. Antwerpen: Garant.

Mercken, R., Siau, C. (2004). *Boekhouding en financiële rapportering boek 2*. Antwerpen: Garant.

Ooghe, H., Deloof, M., Manigart, S. (2002). *Handboek Bedrijfsfinanciering: Theorie en Praktijk*. Antwerpen: Intersentia.

Stock, J.H., Watson, M.W. (2007). *Introduction to Econometrics*. Boston: Pearson International Edition.

Weiers, R.M. (1988). *Marketing Research*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.

Digitale bronnen

Bureau van Dijk (2012). *Belgian an Luxembourg financial company information and business intelligence*. Opgevraagd op 23 maart, 2012, via <http://www.bvdinfo.com/Products/Company-Information/National/Bel-First.aspx>

Buysse, B. (2009). *Code Buysse*. Opgevraagd op 28 november, 2011, via <http://www.codebuysse.be/nl/>

Europese Commissie (2006). *De nieuwe definitie van KMO's*. Opgevraagd op 16 juli, 2012, via http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_nl.pdf

Financial Structure (z.d.) opgevraagd op 20 oktober, 2011, via <http://www.businessdictionary.com/definition/financial-structure.html>

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (15 december, 2006). *Algemene controlenormen (gecoördineerde versie)*. Opgevraagd op 14 maart, 2012, via <http://www.ibr-ire.be/ned/download.aspx?type=3&id=1252&file=6892>

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2011). *De audit van de jaarrekening*. Opgevraagd op 9 oktober, 2011, via http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_audit.aspx

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2011). *De bedrijfsrevisor, een onpartijdige deskundige*. Opgevraagd op 9 oktober, 2011, via http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_onpartijdig.aspx.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2012). *Documentatie – Normen*. Opgevraagd op 8 februari, 2012, via http://www.ibr-ire.be/ned/normen_nieuwenormen.aspx.

Instituut van de Bedrijfsrevisoren (2012). *Het publiek toezicht op het beroep van de bedrijfsrevisor*. Opgevraagd op 13 februari, 2012, via http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_publiek_toezicht.aspx.

Instituut voor het Familiebedrijf (2010). *Wat is een familiebedrijf*. Opgevraagd op 17 oktober, 2011, via <http://www.familiebedrijf.be/wat-een-familiebedrijf>.

Koninklijk besluit betreffende de plichten van de bedrijfsrevisor – 10 januari 1994 (2012). *Artikel 1, artikel 3*. Opgevraagd op 10 februari 2012 via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=1994011030&table_name=wet.

Nationale Bank van België (NBB) (2012). *Jaarrekeningen neerleggen*. Opgevraagd op 20 februari, 2012, via <http://www.nbb.be/>

Wetboek van Vennootschappen (2012). *Artikel 15*. Opgevraagd op 8 februari 2012 via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=1999050769&table_name=wet.

Wetboek van Vennootschappen (2012). *Artikel 141*. Opgevraagd op 13 februari 2012 via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=1999050769&table_name=wet.

Wetboek van Vennootschappen (2012). *Artikel 144*. Opgevraagd op 17 april 2012 via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=1999050769&table_name=wet.

Wetboek van Vennootschappen (2012). *Artikel 526bis*. Opgevraagd op 7 februari 2012, via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=1999050769&table_name=wet.

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Het effect van de kwaliteit en kwantiteit van informatieverstrekking op de financiële structuur van familiebedrijven

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

Jaar: **2012**

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,

Groeneveld, Katlijn

Datum: **20/08/2012**