

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*Financieringskeuzes in private familiebedrijven.
Interne versus externe financiering*

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Jessica Devos

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

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*Financieringskeuzes in private familiebedrijven.
Interne versus externe financiering*

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Jessica Devos

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

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding Handelsingenieur, major Accountancy en financiering en minor Operationeel management en logistiek, aan de Universiteit Hasselt. Ze beoogt meer inzicht te verwerven in de financieringskeuzes (tussen interne en externe financieringsbronnen) van private familiebedrijven en de rol die de positie van de CEO hierin speelt.

Het tot stand brengen van deze thesis heeft veel tijd en inzet gekost, maar was tegelijkertijd een leerrijke ervaring waaruit ik veel voldoening heb gehaald. Bovendien was het niet mogelijk geweest deze te verwezenlijken zonder de hulp en steun van een aantal mensen. Ik wil dan ook via deze weg graag iedereen bedanken die, rechtstreeks of onrechtstreeks, hiertoe heeft bijgedragen.

Eerst en vooral gaat mijn oprechte dank uit naar mijn promotor Prof. dr. Vandemaele. Ik kon steeds bij haar terecht voor raadgevingen, opbouwende kritiek en de nodige informatie. Haar deskundige begeleiding was een belangrijke hulp bij de realisatie van dit eindwerk.

Verder wens ik alle Belgische private bedrijven te bedanken die informatie ter beschikking hebben gesteld, waarvan ik gebruik kon maken. Zonder hen was het immers onmogelijk geweest om de empirische studie in deze thesis uit te voeren.

Ten slotte wil ik nog een speciaal dankwoord richten aan mijn familieleden, vrienden en natuurlijk mijn ouders en vriend M. Demeer. Dankzij hun onvoorwaardelijke steun dit jaar bij het schrijven van deze eindverhandeling, maar ook gedurende mijn hele opleiding, ben ik erin geslaagd dit alles tot een goed einde te brengen.

Jessica Devos

Herk-de-Stad, juni 2012

Samenvatting

In België en andere ontwikkelde economieën behoort zeventig procent van de bedrijven tot de familiebedrijven. Hiervan is slechts een minderheid beursgenoteerd, waardoor private familiale ondernemingen een heel belangrijke groep vormen. Familieondernemingen verschillen erg van niet-familieondernemingen, onder meer wat betreft hun organisatiestructuur en doelstellingen. Dit zal hoogstwaarschijnlijk gevolgen hebben voor de door hen gemaakte financieringskeuzes. Hoewel de familiebedrijven – en in het bijzonder deze zonder notering op de beurs – zeer sterk vertegenwoordigd zijn, is het onderzoek ernaar pas recent op gang gekomen. Bijgevolg bestaan er over deze groep bedrijven nog heel wat onduidelijkheden. Dit is bijvoorbeeld het geval voor de rol die de CEO speelt bij de financieringskeuzes die door deze ondernemingen gemaakt worden. Heel wat partijen zijn nochtans gebaat bij de verwerving van informatie omtrent de financieringsmethoden aangewend door private familiebedrijven. Onder deze probleemeigenaars kunnen de private familiebedrijven zelf, de marktparticipanten, de overheid en onrechtstreeks ook bijvoorbeeld de werknemers gerekend worden.

In deze masterproef worden aan de hand van Belgische bedrijven de financieringsbeslissingen – meer bepaald de keuze tussen interne en externe financiering – van familiebedrijven onderzocht. De volgende onderzoeksvraag staat hierbij centraal: “Maken private familiebedrijven andere keuzes met betrekking tot financiering (interne versus externe financiering) dan private niet-familiebedrijven?” Verder wordt onderzocht of de CEO positie (lid van de familie versus externe CEO) invloed heeft op de keuzes tussen interne en externe financiering gemaakt door private familiebedrijven. Tot slot is er aandacht voor het effect, op de aangewende interne financiering, van CEO dualiteit bij aanwezigheid van een familiale CEO en van de generatie waartoe de familiale CEO behoort.

Bij het bestuderen van de literatuur wordt duidelijk dat er geen éénduidige definitie bestaat van wat een familiebedrijf is. Uit de verschillende gevonden omschrijvingen komt wel naar voren dat het kenmerkend is voor deze ondernemingen dat de eigendom en/of het management voornamelijk in handen is van een familie. Deze bedrijven verschillen bovendien vaak van niet-familiale bedrijven in de doelstellingen die zij nastreven. Bij familiebedrijven zijn familiale doelen belangrijk zoals het behoud van controle, eigendom en prestige en het overleven op lange termijn, zodat het bedrijf kan doorgegeven worden aan de volgende generaties.

In de literatuurstudie wordt verder ook ingegaan op twee theorieën omtrent financieringskeuzes, namelijk het Pecking Order model en het Trade-Off model. Het Pecking Order model is een rangordebenadering die stelt dat een onderneming allereerst interne financieringsmiddelen (intern eigen vermogen) zal aanwenden. Wanneer deze niet volstaan en er externe middelen nodig zijn, gaat de voorkeur eerst uit naar het vreemd vermogen (het aangaan van schulden). In laatste instantie zal gebruik gemaakt worden van extern eigen vermogen (de uitgifte van aandelen). Asymmetrische informatie, die zal zorgen voor onderwaardering, ligt aan de basis van deze

rangorde. Meer specifiek voor de familiebedrijven kan, daarenboven, gesteld worden dat ze deze volgorde aanhouden, omdat zij te allen tijde het verlies van controle en eigendom trachten te vermijden. Met het verlies van controle dat veroorzaakt wordt door schulden wordt bedoeld dat het bedrijf in financiële moeilijkheden kan komen en in het ergste geval zelfs failliet kan gaan, wanneer het niet meer aan de betalingsvoorwaarden kan voldoen. Bij het extern vermogen bestaat het verlies van controle erin dat de aandelen van de bestaande aandeelhouders (hoofdzakelijk de familie) zullen verwateren en externe aandeelhouders mee zullen beslissen in de familieonderneming.

Bij het Trade-Off model stellen bedrijven een optimale schuldgraad voorop. Deze wordt afgeleid uit een afweging van de voor- en nadelen van schuld (in vergelijking met eigen vermogen). Tot de voordelen behoren de intrestaftrek en de aanzet tot gedisciplineerd gedrag, terwijl hoge intresten, kosten van financiële moeilijkheden en een eventueel faillissement nadelen zijn van financiering met schulden. Voor familieondernemingen zal het verlies van controle in geval van financiële moeilijkheden zwaarder doorwegen.

Uit het voorgaande kan besloten worden dat familiebedrijven – meer dan niet-familiebedrijven – een voorkeur zullen hebben voor interne financiering. Vervolgens wordt de rol van de CEO bij de financieringsbeslissingen nader bestudeerd. In de literatuur wordt geconstateerd dat een familielid dat de positie van CEO bekleedt de familiale doelstellingen sterker nastreeft dan een externe CEO. Bijgevolg wordt een grotere voorkeur voor financiering met interne middelen vooropgesteld. Daarnaast zou het feit dat de familiale CEO eveneens de voorzitter is van de raad van bestuur, de zogenaamde CEO dualiteit, hierop nog een versterkend effect hebben. Tot slot wordt gesteld dat oprichters meer kiezen voor financiering met intern eigen vermogen dan familiale CEO's die al tot een volgende generatie behoren.

De regressieresultaten van het empirisch onderzoek dat gevoerd werd in deze masterproef tonen aan dat familiale ondernemingen wel degelijk meer gebruik maken van interne financiering dan niet-familiale ondernemingen. Daarnaast werd een studie verricht binnen de subgroep van de familiebedrijven. Hieruit blijkt dat, wanneer er bij de definiëring van de interne financiering rekening wordt gehouden met de winst die het bedrijf gegenereerd heeft, de resultaten wijzen in de richting van meer interne financiering door CEO's die tot de familie behoren. De resultaten zijn echter niet significant genoeg om hierover echt uitsluitel te geven. Met betrekking tot CEO dualiteit kan geconcludeerd worden dat het voorzitterschap van een familiale CEO in de raad van bestuur er toch wel voor zorgt dat er meer winst gereserveerd wordt, dan wanneer het familielid enkel de rol van CEO vervult. Tot slot kan, enkel wanneer gebruik gemaakt wordt van een dataset zonder de familieondernemingen die in de onderzochte boekjaren verlies boekten, besloten worden dat een stichter meer winst zal inhouden dan de volgende generaties familiale CEO's. Bij onderzoek naar de volledige dataset van de familiebedrijven wordt echter tot de conclusie gekomen dat familiale CEO's van de derde of een nog latere generatie er een grotere winsthouding op nahouden.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Lijst van figuren

Lijst van tabellen

Deel I	Probleemstelling	13
Hoofdstuk 1	Probleemstelling en onderzoeksopzet	13
1.1	Praktijkprobleem	13
1.2	Onderzoeksvragen.....	16
1.2.1	Centrale onderzoeksvraag	16
1.2.2	Deelvragen	16
1.3	Onderzoeksstrategieën.....	17
1.3.1	Type onderzoek.....	17
1.3.2	Type data	17
1.3.3	Keuze van de bronnen	17
1.4	Onderzoeksopzet.....	18
Deel II	Literatuurstudie	21
Hoofdstuk 2	Familiebedrijven	21
2.1	Definitie	21
2.2	'Types' familiebedrijven.....	24
2.3	Systeemtheoriemodel	25
2.4	Onderscheid familiebedrijven en niet-familiebedrijven.....	27
Hoofdstuk 3	Financieringsbronnen.....	33
3.1	Interne financiering	33
3.2	Externe financiering.....	34
3.2.1	Externe financiering met eigen vermogen	34

3.2.2	Externe financiering met vreemd vermogen	35
Hoofdstuk 4	Theorieën omtrent financieringskeuzes	37
4.1	Pecking Order model.....	37
4.1.1	Traditionele theorie.....	37
4.1.2	Pecking Order in private familiebedrijven.....	39
4.2	Trade-Off model.....	41
4.2.1	Traditionele theorie.....	41
4.2.2	Trade-Off in private familiebedrijven	43
4.3	Besluit	45
Hoofdstuk 5	De CEO in private familiebedrijven	47
5.1	Familiale versus externe CEO.....	47
5.2	CEO dualiteit.....	48
5.3	Oprichters versus volgende generaties familiale CEO's	50
Deel III	Empirisch onderzoek	53
Hoofdstuk 6	Methodologie.....	53
6.1	Dataset.....	53
6.2	Variabelen.....	53
6.2.1	Afhankelijke variabele	53
6.2.2	Onafhankelijke variabelen.....	55
6.2.3	Controlevariabelen.....	56
6.3	Verwerking van de data	57
6.3.1	Ontbrekende en onwaarschijnlijke waarden	58
6.3.2	Logaritmische transformatie.....	59
6.3.3	Uitschieters.....	60
6.3.4	Heteroskedasticiteit en multicollineariteit.....	60
Hoofdstuk 7	Empirische resultaten	63
7.1	Onderzoek bij familie- en niet-familiebedrijven	63
7.1.1	Beschrijvende analyse.....	63
7.1.1.1	Beschrijvende analyse van de bedrijven.....	63

7.1.1.2	Beschrijvende analyse van de variabelen	64
7.1.2	Regressieanalyse.....	70
7.1.3	Sensitiviteitsanalyse	76
7.2	Onderzoek bij familiebedrijven	77
7.2.1	Beschrijvende analyse.....	77
7.2.1.1	Beschrijvende analyse van de bedrijven.....	77
7.2.1.2	Beschrijvende analyse van de variabelen	78
7.2.2	Regressieanalyse.....	82
7.2.2.1	Regressieanalyse betreffende familiale CEO.....	82
7.2.2.2	Regressieanalyse betreffende familiale CEO en CEO dualiteit	85
7.2.2.3	Regressieanalyse betreffende familiale CEO en generatie	86
7.2.3	Sensitiviteitsanalyse	90
Deel IV	Conclusies	91
Hoofdstuk 8	Conclusies en aanbevelingen voor verder onderzoek	91
8.1	Conclusies	91
8.3	Aanbevelingen voor verder onderzoek.....	92

Lijst van geraadpleegde werken

Bijlagen

Lijst van figuren

Figuur 1: De F-PEC schaal (Astrachan, Klein & Smyrnios, 2002).....	23
Figuur 2: 'Types' van (private) familiebedrijven (Westhead en Howorth, 2007)	24
Figuur 3: Het systeemtheoriemodel of drie-cirkel model van familiebedrijven (Gersick, Davis, Hampton, & Lansberg, 1997)	26
Figuur 4: Het strategisch management proces in familiebedrijven (Sharma, Chrisman & Chua, 1997)	31
Figuur 5: De basisstructuur van de financieringsmix (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2004)	33
Figuur 6: The Static Trade-Off theory of capital structure (Myers, 1984)	43

Lijst van tabellen

Tabel 1: Tradeoffs in familie- en niet-familiebedrijven (James, 1999)	30
Tabel 2: Frequentietabel familiebedrijven en niet-familiebedrijven.....	64
Tabel 3: Kengetallen.....	65
Tabel 4: Gemiddelde waarden voor familie- en niet-familiebedrijven en de bijhorende t-test	67
Tabel 5: Correlatiematrix	69
Tabel 6: Combinaties van de proxy's	70
Tabel 7: Regressieresultaten invloed Familiebedrijf op lnInt fin 1.....	74
Tabel 8: Regressieresultaten invloed Familiebedrijf op Int fin 2	75
Tabel 9: Frequentietabel familiale en externe CEO's.....	77
Tabel 10: Frequentietabel CEO dualiteit	77
Tabel 11: Frequentietabel generaties	77
Tabel 12: Frequentietabel familiale CEO en CEO dualiteit.....	78
Tabel 13: Frequentietabel familiale CEO en generaties	78
Tabel 14: Kengetallen	79
Tabel 15: Correlatiematrix.....	81
Tabel 16: Regressieresultaten invloed Familiale CEO op lnInt fin 1.....	83
Tabel 17: Regressieresultaten invloed Familiale CEO op lnInt fin 2.....	84
Tabel 18: Regressieresultaten invloed Familiale CEO en CEO dualiteit op lnInt fin.....	86
Tabel 19: Regressieresultaten invloed Familiale CEO en Generaties op lnInt fin.....	89

Deel I Probleemstelling

Hoofdstuk 1 Probleemstelling en onderzoeksoptzet

1.1 Praktijkprobleem

Familiebedrijven vormen een heel belangrijke categorie van bedrijven en zijn zelfs wereldwijd de meest voorkomende bedrijfsvorm. Gemiddeld is in West-Europa en in vele andere ontwikkelde economieën maar liefst zeventig procent van de bedrijven een familiebedrijf ("België op voorlaatste plaats voor familieondernemingen", 2007; Klein, 2000). In België is dit hetzelfde percentage, wat overeenkomt met een aandeel in BNP van 55 procent ("Witboek Familiebedrijven", 2008).

Bij het bestuderen van de Belgische familieondernemingen merken we op dat slechts een minderheid beursgenoteerd is; zo zijn er bij de top vijftig van Belgische familiebedrijven slechts achttien publiek (Desmet, 2008b). Bijgevolg maken private familiebedrijven dan ook de grootste groep uit.

Opvallend genoeg moeten we echter vaststellen dat er, ondanks hun grote economische relevantie, naar deze zeer omvangrijke groep ondernemingen nog maar weinig onderzoek verricht is. De meeste studies omtrent financieringskeuzes, die in de literatuur terug te vinden zijn, richten zich op publieke bedrijven. De private familiebedrijven worden vaak over het hoofd gezien; zoals ook Romano, Tanewski en Smyrniotis (2001) konden vaststellen. Dit is zeker en vast eveneens het geval in België, waar het onderzoek naar familieondernemingen nog maar recentelijk zijn opmars kent.

Het is noodzakelijk deze groep eens grondig onder de loep te nemen, vermits deze bedrijven behoorlijk kunnen verschillen van niet-familiebedrijven. Dit onder meer inzake organisatiestructuur, doelstellingen, verdeling van de eigendom en zeker ook wat betreft de corporate governance of met andere woorden het ondernemingsbestuur. Dit heeft ongetwijfeld implicaties op de financieringsbeslissingen die genomen worden. Zo staan familiebedrijven er algemeen voor bekend niet veel inspraak te dulden van potentiële investeerders uit angst dat hun bedrijfscultuur zal verdwijnen als ze hun autonomie opgeven (Cambien, 2011). Ze zijn dan ook eerder terughoudend wat betreft initial public offerings, beter gekend als beursintroductions. Zij kiezen liever voor private-equityspelers in plaats van een notering op de beurs. Hierdoor hoeven ze hun bedrijfsinformatie niet transparant te maken. Een nadeel is echter wel dat deze kapitaalverschaffers wel nog steeds controle kunnen uitoefenen over het bestuur, in ruil voor hun inbreng. Dit is dan ook meteen de reden dat nogal wat familiebedrijven zelfs voor hen hun kapitaal niet willen openstellen ("Families op de beurs, so nineties Familiebedrijven profiteren van ontwikkeling private equity als kapitaalbron en exitkans", 2010). Bovendien zouden ze vaak ook niet van schulden houden, omdat hierdoor hun onafhankelijkheid kan bedreigd worden ("Als familie ga je zuiniger om met de centen", 2008). Een andere mogelijkheid is dat ze soms zelfs geen

kredieten krijgen van de banken (Barrezeele, 2001). Deze private familieondernemingen zullen zich bijgevolg moeten richten tot alternatieve methoden om in hun financieringsbehoeften te voorzien.

Met betrekking tot de financieringskeuzes genomen door private familiebedrijven en de factoren die deze beïnvloeden, zijn er nog heel wat onduidelijkheden (Romano et al., 2001). Zo heeft men onder meer ook nog steeds niet éénduidig kunnen achterhalen of bepaalde kenmerken van de CEO's van deze bedrijven een rol spelen in de financieringsbeslissingen. Het al dan niet behoren tot de familie is een belangrijk kenmerk van de CEO. Men stelt vast dat er in een deel van de familieondernemingen een lid van de familie de functie van CEO bekleedt en dat in andere een externe manager als CEO is aangesteld. Deze laatste groep is op heden erg beperkt; binnen de Belgische top vijftig zijn er bijvoorbeeld slechts elf met een extern gedelegeerd bestuurder (Desmet, 2008b; Desmet, 2008c). Recent merkt men echter wel de tendens dat er meer voor externe CEO's gekozen wordt; dit dus omwille van hun capaciteiten in plaats van hun familienaam (Desmet, 2008a; Desmet, 2010). Nu stelt zich dan de vraag wat deze verschuiving naar externe CEO's met zich meebrengt voor de onderneming, wat betreft het verlies aan controle dat wordt toegelaten, het genomen risico en dergelijke meer. Op het vlak van economische performantie zou er niet echt een significant verschil te merken zijn (Desmet, 2008b). Tot op heden is echter niet geweten wat de invloed van professioneel management ten opzichte van familiaal management is op de financieringskeuzes van deze ondernemingen.

Het feit dat de CEO van de familieonderneming ook de voorzitter is van de raad van bestuur, de zogenaamde CEO dualiteit, kan mogelijk ook een rol spelen in de financiële beslissingen. In familiebedrijven is het bestuur en management meestal complexer dan in andere ondernemingen (Desmet, 2008c). Dit zorgde er zelfs voor dat in de Code Buysse – de Corporate Governance Code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen – specifieke aanbevelingen voor familiale ondernemingen opgenomen werden. Deze zogenaamde familiale governance is bedoeld om de bedrijfsvoering van deze bedrijven te bevorderen. Een goede raad van bestuur met externe, onafhankelijke bestuurders bewijst bijgevolg zeker zijn nut in familieondernemingen. Deze raad functioneert als klankbord, maar controleert ook de beslissingen van het management (de familie). Wanneer echter de CEO het voorzitterschap op zich neemt, heeft hij meer ruimte om zijn mening door te drukken en zal de functie van de raad erg beperkt worden. Zeker bij een CEO die lid is van de familie kan dit gevolgen hebben voor de genomen beslissingen, onder meer in verband met de aangewende financieringsbronnen.

CEO's verschillen eveneens in de generatie waartoe zij behoren. Bij familiebedrijven stelt men vast dat familiale CEO's, die de oprichter zijn van de onderneming, er een ander beleid zouden op nahouden dan deze die reeds tot de volgende generaties behoren. De organisatie- en eigendomsstructuur zal er immers ook vaak anders uitzien bij verschillende generaties. Zo constateert men onder meer dat vanaf de tweede en zeker de derde generatie, in tegenstelling tot bij vele oprichtersgeneraties, passieve aandeelhouders deel gaan uitmaken van de meeste

familiebedrijven. Niet alle familieleden zullen immers nog actief met het bedrijf betrokken zijn. (Michielsen, 2002). Verder kunnen nog andere factoren zorgen voor verschillen tussen bedrijven waar verschillende generaties bij betrokken zijn. Er kunnen bijgevolg verschillen in houding ten opzichte van bepaalde financieringsvormen optreden. Dit kan mogelijk tot consequenties leiden voor deze ondernemingen en hun financieringsbeslissingen.

Er kan geconcludeerd worden dat er ondanks het wetenschappelijk onderzoek, dat nu toch al de laatste decennia gevoerd is naar private familiebedrijven, er hierover nog heel wat vragen onbeantwoord zijn gebleven. Dit kunnen we zeker stellen met betrekking tot de private familieondernemingen die in België gevestigd zijn. Het is zodoende van het grootste belang dat dit onderzoek verder uitgebreid wordt, om zo de nodige kennis te verwerven; dit werd ook aangehaald door Sharma (2004) in zijn overzicht van de reeds bestaande studies aangaande familiebedrijven.

Deze kennis zal ongetwijfeld zijn nut bewijzen. De probleemeigenaars hierbij zijn overduidelijk in de eerste plaats de private familieondernemingen zelf. Zij zullen er alleen maar baat bij hebben dat men een duidelijk beeld heeft van wat er allemaal meespeelt bij de keuze van de financieringsbronnen. Indien uit onderzoek onder andere zou blijken dat bepaalde CEO's onnodig veel risico's nemen door het kiezen van een te hoge schuldgraad - omdat zij resoluut weigeren aandelen uit te geven - zou men binnen de onderneming kunnen beslissen om een andere CEO aan te stellen. Dit kan dan voorkomen dat het voortbestaan van de onderneming in het gedrang gebracht wordt. Hierdoor wordt er dan weer gezorgd dat banenverlies vermeden kan worden. Bovendien zouden andere stakeholders, zoals onder andere leveranciers en klanten, eveneens negatieve gevolgen ondervinden wanneer de onderneming in vereffening zou moeten gaan. Zo wordt duidelijk dat er, behalve de ondernemingen zelf, heel wat meer mensen onrechtstreeks betrokken zijn en dus ook als probleemeigenaar gezien kunnen worden. Daarenboven mogen ook zeker de overheid en de marktparticipanten niet uit het oog verloren worden als zeer voorname probleemeigenaars. Het is voor de overheid, meer bepaald de beleidsmakers, namelijk van groot belang te weten welke maatregelen zij kan nemen om deze bedrijven en dan vooral hun groei te ondersteunen. Door inzicht te verwerven in de financieringskeuzes van private familiebedrijven en de factoren die hierop een invloed uitoefenen, is het duidelijker wat er moet gebeuren om de managers voldoende financieringsmogelijkheden te bieden en financieringskeuzes in het belang van de onderneming te stimuleren. Men zal hierdoor dus eventueel de gepaste herzieningen in de regelgeving inzake financiering kunnen doorvoeren en bepaalde financieringsbeperkingen opheffen. Tot slot zullen ook marktparticipanten er alle baat bij hebben dat ze een goed beeld hebben van de door de bedrijven gehanteerde financieringsmethoden.

Uiteraard is het onmogelijk om binnen dit onderzoek alle aspecten van de financieringskeuzes bij Belgische private familiebedrijven onder de loep te nemen. De studie zal zich vooral toespitsen op de keuze tussen interne versus externe financiering. Ze zal dus gebaseerd worden op de aangepaste Pecking Order benadering. Het onderzoek zal zich bovendien grotendeels richten op de

invloed van de CEO op deze financieringskeuzes. Dit met een bijzondere aandacht voor de CEO positie, namelijk het al dan niet lid zijn van de familie, voor de aanwezigheid van CEO dualiteit en voor de generatie waartoe de CEO behoort.

1.2 Onderzoeksvragen

1.2.1 Centrale onderzoeksvraag

“Maken private familiebedrijven andere keuzes met betrekking tot financiering (interne versus externe financiering) dan private niet-familiebedrijven?”

Deze vraag wordt specifiek onderzocht voor de private bedrijven in België.

1.2.2 Deelvragen

Deze centrale onderzoeksvraag brengt heel wat extra vragen met zich mee, waaronder deze vijf toch wel zeer belangrijke deelvragen:

- 1) Wat zijn de mogelijke financieringsbronnen voor private familiebedrijven?
- 2) Wat zijn de verschillen in houding ten opzichte van externe financiering tussen familie- en niet-familiebedrijven en welke factoren beïnvloeden deze houding?
- 3) Heeft de CEO positie (lid van de familie versus externe CEO) invloed op de keuzes tussen interne en externe financiering gemaakt door private familiebedrijven?
- 4) Welk effect heeft CEO dualiteit, bij aanwezigheid van een familiale CEO, op de financieringsbeslissingen (interne versus externe middelen) in private familiebedrijven?
- 5) Welk onderscheid kan er gemaakt worden in de financieringskeuzes (interne versus externe financiering) van CEO's die de oprichter van de onderneming zijn en van familiale CEO's die al behoren tot de volgende generaties?

De literatuurstudie in het volgende deel van deze eindverhandeling zal elk van deze vijf deelvragen behandelen en nagaan wat hierover in de literatuur kan teruggevonden worden. Het onderzoek dat in het derde deel van deze thesis zal gevoerd worden, zal trachten antwoorden te vinden op het eerste deel van de tweede deelvraag en de drie laatste deelvragen. De eerste deelvraag en het tweede deel van de tweede deelvraag, met betrekking tot de beïnvloedende factoren, worden enkel in de literatuurstudie bestudeerd. Bij het onderzoek dat zal gevoerd worden ligt de nadruk op de keuze tussen interne en externe financiering. De studie zal gebeuren aan de hand van een dataset van Belgische private familieondernemingen, zoals al eerder werd vermeld.

1.3 Onderzoeksstrategieën

1.3.1 Type onderzoek

In deze eindverhandeling zal er een 'basis' of theoretisch onderzoek gevoerd worden. Hierbij zal men meer algemene kennis verwerven, waarvan in vele gelijkaardige situaties gebruik zal kunnen gemaakt worden. Dit in tegenstelling tot een toegepast of praktijkgericht onderzoek, waarbij men een specifiek probleem tracht op te lossen. (Sekaran, 2003).

1.3.2 Type data

In deel drie van deze thesis zal, zoals al vermeld, via empirisch onderzoek op zoek gegaan worden naar antwoorden op bepaalde onderzoeksvragen. Dit kan gebeuren aan de hand van twee verschillende types data, namelijk primaire en secundaire. Primaire gegevens moeten eigenhandig verzameld worden door middel van bijvoorbeeld interviews, observaties en dergelijke meer. Secundaire data, daarentegen, zijn gegevens die reeds voorhanden zijn en die dus bekomen kunnen worden via bestaande bronnen. (Sekaran, 2003). Van dit laatste type data zal er in deze masterproef gebruik gemaakt worden, vermits het onderzoek zal gebeuren op basis van een reeds bestaande dataset omtrent Belgische private familiebedrijven.

1.3.3 Keuze van de bronnen

Voordat er van start kan gegaan worden met het empirische gedeelte van deze thesis, wordt er een uitgebreide literatuurstudie gevoerd om een grondig inzicht te krijgen in de materie betreffende private familiebedrijven en hun financieringskeuzes. Hiervoor moeten heel wat bronnen geraadpleegd worden. Allereerst worden er voor het beschrijven van het praktijkprobleem voornamelijk opzoekingen gedaan in secundaire, populaire bronnen zoals het gerenommeerde tijdschrift 'Trends' en de krant 'De Tijd', waarvan via Mediargus publicaties kunnen geraadpleegd worden.

Vervolgens worden bij de literatuurstudie heel wat wetenschappelijke artikelen bestudeerd. Deze worden voor het merendeel gevonden via tertiaire bronnen zoals de databases EBSCOHost, Web of Knowledge en Google Scholar. Daarenboven levert de zogenaamde 'sneeuwbalmethode' nuttige artikels op. Hierbij worden meer publicaties over een bepaald onderwerp bekomen door de referentielijsten van reeds gevonden artikelen door te nemen en vervolgens ook weer de verwijzingen in deze artikelen op te sporen enzovoort (Nederhoed, 2010). Bovendien bieden de artikelen, aangereikt door mijn promotor, een goede bron van informatie. Wetenschappelijke boeken en handboeken verschaffen verder nog nodige theoretische inzichten. Tot slot zijn bepaalde eindverhandelingen, gemaakt gedurende voorgaande academiejaren door masterstudenten aan onder meer de Universiteit Hasselt, van groot nut.

Bij de zoektocht naar de juiste artikelen in de databases wordt gebruik gemaakt van Engelstalige zoektermen zoals: family business, financial structure, capital structure, private family firm, financing decisions, financial choices, generations of CEO's, external CEO enzovoort. Het zoeken met Nederlandse zoektermen levert niet echt veel resultaat op, vermits de meeste publicaties Engelstalig zijn.

Tijdens de zoekoperaties wordt niet echt een geografische beperking opgelegd. Er wordt echter wel getracht genoeg literatuur over Europa te bestuderen, omdat deze toch waarschijnlijk het meest representatief is voor België. De overige informatie zorgt dan voor een bredere kijk op het onderwerp. Bovendien worden geen uitdrukkelijke beperkingen betreffende de toegestane tijdsperiode ingevoerd. Toch worden automatisch allemaal vrij recente artikelen verkregen, die dus zeker nog steeds relevant zijn. Dit is te verklaren door het feit dat het domein van de familiebedrijven lang buiten beschouwing is gelaten en er dus ook nog niet zo lang publicaties over worden gedaan. Enkel de geraadpleegde bronnen in verband met bepaalde theorieën die al geruime tijd bestaan, zijn vaak minder recent.

1.4 Onderzoeksopzet

Deze eindverhandeling bestaat uit vier grote delen, namelijk de probleemstelling, de literatuurstudie, het empirisch onderzoek en tot slot de conclusies. In het eerste deel werd al de probleemstelling uiteengezet. Hierbij werd eerst het praktijkprobleem wat nader toegelicht en daarna werden de centrale onderzoeksvraag en de bijhorende deelvragen geformuleerd. Verder werden nog de onderzoeksstrategieën besproken.

Het tweede deel staat helemaal in het teken van de literatuurstudie. Dit is opgedeeld in de hoofdstukken twee tot en met vijf. In hoofdstuk twee wordt wat nader ingegaan op de familiebedrijven zelf. Er wordt gekeken naar wat kenmerkend is voor een familiebedrijf en waarin het verschilt van een niet-familiebedrijf. De drie volgende hoofdstukken bespreken de literatuur die reeds verschenen is met betrekking tot de vijf deelvragen. Concreet behandelt hoofdstuk drie de eerste deelvraag en hoofdstuk vier de tweede deelvraag. Zo wordt een overzicht van de mogelijke financieringsvormen voor private familiebedrijven gegeven in het derde hoofdstuk. Het vierde hoofdstuk gaat dieper in op de factoren die de financieringskeuzes in private familiebedrijven beïnvloeden en hoe de keuzes in deze bedrijven verschillen van deze in niet-familiebedrijven. Het laatste hoofdstuk van dit deel spitst zich tot slot toe op de CEO van de private familiebedrijven en bespreekt zo de laatste drie deelvragen. Respectievelijk gaat het hier over het verschil in financieringsbeslissingen bij een externe versus een familiale CEO, bij CEO dualiteit in aanwezigheid van een familiale CEO en bij oprichters versus volgende generaties familiale CEO's.

Bij de hoofdstukken die een deelvraag behandelen, die eveneens in de empirische studie van deze thesis zal onderzocht worden, worden achteraan de te onderzoeken hypotheses geformuleerd. Deze worden afgeleid uit de gevoerde literatuurstudie.

In deel drie van deze masterproef wordt het eigenlijke onderzoek gevoerd, waarbij er getracht wordt een antwoord te vinden op de vijf deelvragen en zo dus ook op de centrale onderzoeksvraag. Dit zal gebeuren aan de hand van een dataset van Belgische private familiebedrijven. In het zesde hoofdstuk wordt de gebruikte methodologie toegelicht. Achtereenvolgens worden de dataset, de gebruikte variabelen en de verwerking van de data besproken. Dit deel wordt afgesloten met een uiteenzetting van de resultaten die verkregen werden uit het gevoerde empirische onderzoek in hoofdstuk zeven.

De eindverhandeling wordt afgerond met een vierde deel, waarin de conclusies van het onderzoek worden beschreven.

Deel II Literatuurstudie

Dit tweede deel van de eindverhandeling is gewijd aan de reeds verschenen literatuur aangaande de materie die in dit onderzoek aan bod komt. Het betreft de private familieondernemingen en hun financieringskeuzes. De aandacht zal verder vooral uitgaan naar de invloed van de CEO van deze bedrijven op de financieringsbeslissingen. Meer bepaald zal er in deze literatuurstudie dus getracht worden al enige duidelijkheid te scheppen omtrent elk van de vijf deelvragen. Alvorens we hiertoe overgaan, wordt er in een eerste hoofdstuk stilgestaan bij het type bedrijf waar het in deze eindverhandeling om draait, namelijk het familiebedrijf.

Hoofdstuk 2 Familiebedrijven

2.1 Definitie

Wat onder 'familiebedrijven' verstaan wordt, kan behoorlijk variëren. Vele onderzoekers hebben reeds een definitie geformuleerd, maar geen enkele is tot op heden algemeen aanvaard. Chua, Chrisman en Sharma (1999) stellen dat de meeste definities zich baseren op de familiebetrokkenheid, vermits dit een uniek kenmerk van familiebedrijven is. Verder is het volgens sommige definities noodzakelijk dat zowel de eigendom als het management in handen is van de familie om geassocieerd te worden als een familieonderneming. Anderen stellen dat slechts aan één van beide voorwaarden dient voldaan te zijn. De definities die familiale eigendom vereisen zijn het er bovendien niet over eens wie dan juist de aandelen in handen moet hebben om van een familiebedrijf te kunnen spreken. Zo konden de auteurs acht verschillende eigendomsvormen onderscheiden:

- een individu
- twee personen, niet gerelateerd door bloed of huwelijk
- twee personen, gerelateerd door bloed of huwelijk
- een kerngezin
- meer dan één kerngezin
- een uitgebreide familie
- meer dan één uitgebreide familie
- het publiek

Enkel over de vierde vorm - de eigendom voornamelijk in het bezit van één kerngezin - is men het in alle definities eens dat er in dat geval van een familiale onderneming kan gesproken worden.

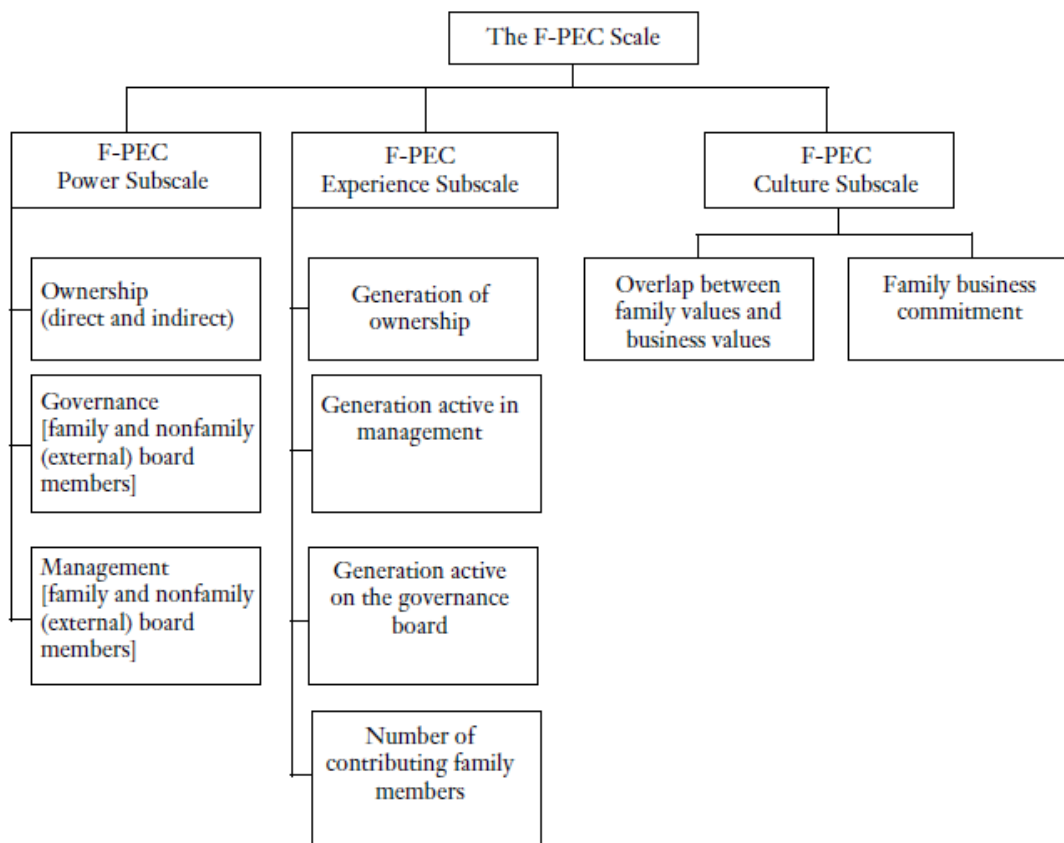
Bij het criterium van de familiale eigendom stelt zich daarenboven nog een ander probleem. Er kunnen immers verschillende percentages gehanteerd worden om te bepalen of een voldoende

groot gedeelte van de aandelen in handen is van de familie om het bedrijf te categoriseren als een familiebedrijf. Sommige definities zullen stellen dat ze vijftig procent of meer moeten bezitten, zoals de definitie die gehanteerd wordt in de studie van Stockmans, Lybaert en Voordeckers (2010). Andere definiëringen stellen een hogere familiale eigendomsconcentratie voorop. Donckels en Frohlich (1991) kiezen bijvoorbeeld voor minstens zestig procent. Tot slot zullen er ook bepaalde definities tevreden zijn met een aandelenpercentage in het bezit van de familie dat lager is dan de helft van het totaal aantal aandelen van de onderneming.

Verschillende definities van familiebedrijven zullen eveneens een andere inhoud geven aan 'familiaal management'. De vereisten wat betreft de controle die de familie effectief uitvoert, dus haar dominantie, kunnen verschillen. Er zullen verschillen zijn wat betreft de personen die bij het managementproces moeten betrokken zijn of geweest zijn (bepaalde definities vereisen bijvoorbeeld dat al twee generaties van een familie hiermee betrokken waren). Verder kan de functie die de familieleden moeten vervullen binnen het management anders zijn (bijvoorbeeld CEO of gewoon een lid van het management). De verscheidenheid aan bepalingen van 'familiaal management' kan onder meer afgeleid worden uit de definities van familiebedrijven die gegeven worden in het artikel van Chua et al. (1999)

Chua et al. (1999, p.25) bepaalden zelf bovendien volgende definitie van een familiebedrijf: "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."

Enkele jaren later ontwikkelden Astrachan, Klein en Smyrniotis (2002) een alternatieve, veel dynamischere definitie, namelijk de F-PEC schaal. Dit is een continue schaal die de invloed van de familie weergeeft. Deze bestaat uit drie subschalen: macht, ervaring en cultuur.



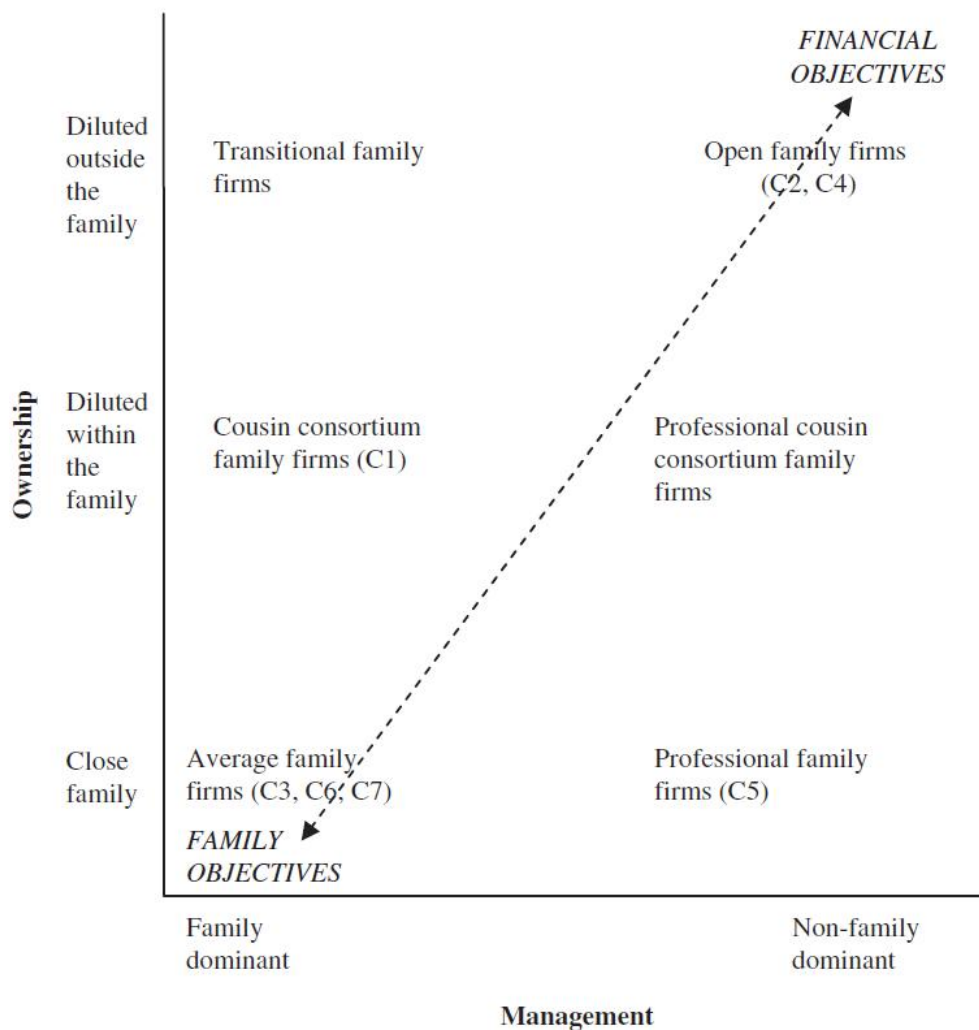
Figuur 1: De F-PEC schaal (Astrachan, Klein & Smyrniotis, 2002)

Macht heeft betrekking op de invloed die wordt uitgeoefend door de familie en dit zowel direct als indirect via personen die door familieleden werden aangesteld. Deze invloed wordt gemeten aan de hand van volgende drie dimensies: de eigendom of met andere woorden het aantal aandelen in hun bezit, het aantal posities van familieleden in het management en het aantal zetels ingenomen door de familie in de raad van bestuur. Ervaring wordt bepaald door de generatie die de eigendom in bezit heeft, de generatie die actief is in het management en de raad van bestuur en het aantal familieleden dat echt bijdraagt tot de onderneming. Onder de subschaal cultuur vallen tot slot nog de mate waarin er een overlap is tussen de familie- en de bedrijfswaarden en de toewijding van de familie. Al deze voornoemde dimensies van de drie subschalen worden gemeten aan de hand van vragenlijsten.

De grote onenigheid die er bestaat omtrent welke bedrijven als een familieonderneming kunnen gezien worden, zorgt er vanzelfsprekend voor dat afhankelijk van de gebruikte definitie een verschillend aantal bedrijven zullen worden gecategoriseerd onder de noemer 'familiebedrijf'.

2.2 'Types' familiebedrijven

Private familiebedrijven kunnen van elkaar verschillen op drie vlakken, namelijk eigendom, management en doelstellingen (James, 1999). Westhead en Howorth (2007) stellen in hun studie dat er op basis hiervan zes verschillende conceptuele types private familiebedrijven kunnen onderscheiden worden. Deze worden in onderstaande figuur weergegeven.



Figuur 2: 'Types' van (private) familiebedrijven (Westhead en Howorth, 2007)

Een eerste type is dat van de 'Average family firms'. De eigendom wordt in deze bedrijven sterk geconcentreerd binnen de familie gehouden en er is een familiaal management. Het gaat hier meestal om de oprichter die een grote controle heeft over deze bedrijven en zijn doelen sterk kan doordrukken. Zij stellen de familiale (niet-financiële) doelstellingen en dus het belang van de organisatie – waarmee ze zich sterk geïdentificeerd voelen – voorop. De managers zijn collectivistisch ingesteld en handelen in het belang van de eigenaars (aandeelhouders) – die hier overeenkomen met de familie – in plaats van in hun eigen belang.

Een belangrijke familiale doelstelling, die veelal wordt nagestreefd, is het behoud van controle. Vaak zal men het risico op het verlies van controle zo klein mogelijk willen houden. Er zal naar gestreefd worden om de onderneming te laten overleven op lange termijn en ze bijgevolg te kunnen doorgeven aan de volgende generaties. Verder wil men ook onder meer de eigendom en het prestige zoveel mogelijk behouden (Gomez-Mejia, Makri, & Kintana, 2010; Mishra & McConaughy, 1999; Wen-Hsien, Yi-Chen, & Jung-Hua, 2007; Westhead & Howorth, 2006).

Bij de 'Cousin consortium family firms' is er eveneens een familiaal management, maar in tegenstelling tot het vorige type bedrijven is er een mix van familiale en financiële doelstellingen (Gersick, Davis, Hampton, & Lansberg, 1997). De eigendom blijft bovendien binnen de familie, maar er treedt hierbij wel een verspreiding van de eigendom op tussen verschillende familieleden (en eventueel zelfs verschillende generaties). Dit zijn vaak bedrijven die al een overgang naar een volgende generatie hebben doorgemaakt.

Bij de 'Transitional family firms' wordt de eigendom verspreid buiten de familie en zullen ook niet-familieleden aandeelhouder zijn. Hier zal er bij de doelen beperkt aandacht zijn voor de familie en zullen meer de financiële doelstellingen primeren. Er zal meer volgens de agency theorie gehandeld worden (deze theorie wordt nader toegelicht onder paragraaf 2.4). De managers zullen er een eerder individualistische houding op nahouden en meer naar hun eigen belang kijken. Deze managers zijn nog steeds leden van de familie, maar het woord 'transitioneel' wijst erop dat het management verwacht wordt te evolueren naar een management dat minder door de familie gedomineerd wordt.

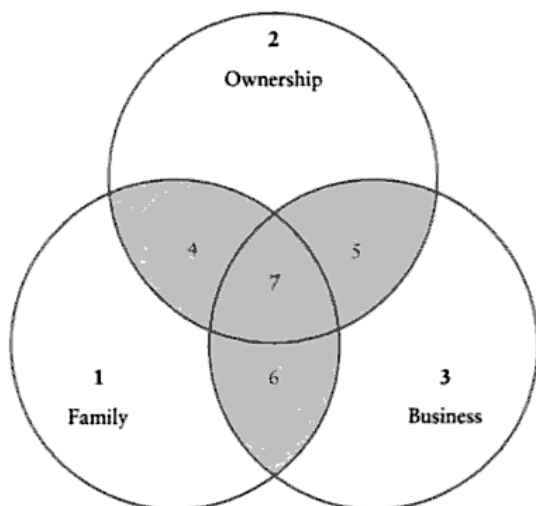
Vervolgens zijn er nog drie types familiebedrijven die een overwegend niet-familiaal of extern, ook wel professioneel, management hebben en dus meestal een externe CEO. De 'Professional family firms' hebben zowel familiale als niet-familiale doelen, maar hechten meer belang aan de familiale. De eigendom wordt dan ook erg geconcentreerd binnen de familie gehouden. Bij de 'Professional cousin consortium family firms' is er, net zoals bij de 'Cousin consortium family firms' die een familiaal management hebben, een mix van financiële en familiale doelstellingen. Bij degenen met een extern management is er echter meer aandacht voor de financiële doelen en dus het eigenbelang van de managers. Hier is er eveneens een verspreiding van de eigendom binnen de familie. 'Open family firms' hebben eigendom die gedeeltelijk in handen is van niet-familieleden. Zowel de eigendom als de controle worden hier dus gedeeld met externen en bijgevolg focust men voornamelijk op de financiële doelstellingen.

2.3 Systeemtheoriemodel

Bij het bestuderen van familiebedrijven is het nuttig gebruik te maken van conceptuele modellen. Zo wordt een beter en overzichtelijker beeld verkregen van wat een familiebedrijf allemaal met zich meebrengt: wie er allemaal bij betrokken is, wat de onderlinge relaties zijn, welke problemen

zich kunnen voordoen en dergelijke meer. Gersick et al. (1997) stellen dat al in de jaren 1960 begonnen werd met het bestuderen van familiebedrijven als systemen en er modellen van op te stellen. In de eerste modellen werden familiebedrijven voorgesteld alsof ze uit twee overlappende subsystemen bestaan, namelijk de familie en het bedrijf. Deze hebben elk hun leden, waarden, normen, regels en organisatiestructuren. Vermits dezelfde individuen verplichtingen hebben in beide subsystemen, bijvoorbeeld als ouders en als managers, zullen er problemen opduiken.

Tagiuri en Davis (1982, in Gersick et al., 1997) pasten dit zogenaamde twee-cirkel model aan naar een drie-cirkel model. Dit wordt weergegeven in onderstaande figuur (figuur 3). Zij stelden dat er een onderscheid dient gemaakt te worden tussen de eigendom en het management van het bedrijf. Er zijn immers mensen die eigendom van het bedrijf bezitten, maar geen deel uit maken van het management, terwijl voor anderen net het omgekeerde geldt. Bijgevolg ontstaan er drie onafhankelijke maar overlappende en inter-agerende subsystemen: de familie, het bedrijf en de eigendom.



Figuur 3: Het systeemtheoriemodel of drie-cirkel model van familiebedrijven (Gersick, Davis, Hampton, & Lansberg, 1997)

Elk individu dat lid is van een familiebedrijf hoort thuis in één van de zeven sectoren. Personen die slechts één connectie met het familiebedrijf hebben, behoren tot sector één, twee of drie. Degenen die op twee manieren met de onderneming verbonden zijn, komen terecht in de overlappende sectoren vier, vijf of zes. Tot slot vallen de mensen die eigenaar (aandeelhouder), familielid en werknemer zijn onder de zevende sector. (Gersick et al., 1997)

De omgeving buiten de cirkels stelt de externe omgeving voor, waarin het familiebedrijf opereert. Opdat een familiebedrijf optimaal zou functioneren is het noodzakelijk dat de drie subsystemen zodanig geïntegreerd zijn dat het hele systeem op dezelfde manier werkt. De subsystemen moeten als één systeem gezien worden, rekening houdend met de interacties en onderlinge

afhankelijkheden. Er kan geconcludeerd worden dat familiebedrijven complexe en dynamische sociale systemen zijn, waarbij er integratie bekomen wordt door wederzijdse aanpassingen tussen de subsystemen. (Poza, 2007)

2.4 Onderscheid familiebedrijven en niet-familiebedrijven

Familieondernemingen vormen een aparte categorie bedrijven met een eigen bedrijfscultuur en onderscheiden zich dan ook op verscheidene vlakken van de niet-familiebedrijven. Familiebedrijven wijken af van niet-familiebedrijven wat betreft hun eigendomsstructuur, bestuur, management en opvolgingspolitiek. Dit is van invloed op de doelen, strategieën en structuur van familieondernemingen (Chua et al., 1999).

Het belangrijkste kenmerk van een familiebedrijf is de aanwezigheid van een familie en de wederzijdse relatie tussen de familie en de onderneming, zoals ook Sharma (2004) stelt. Dit kwam in het voorgaande ook al uitdrukkelijk tot uiting. De familie zorgt voor extra complexiteit en voor behoorlijk wat verschillen met de niet-familiebedrijven. Hieronder worden enkele belangrijke verschillen besproken.

Sharma (2004) haalt aan dat er bij familiebedrijven, door de onderlinge relatie tussen de familie en de onderneming, zowel familiale als niet-familiale of financiële doelstellingen zijn (zie ook bij 2.2). De invloed van de familie en hun belangen en waarden spelen een belangrijke rol in deze bedrijven (Sharma, Chrisman & Chua, 1997). Familiale doelstellingen, zoals het behoud van de familiecontrole, financiële onafhankelijkheid van de familie, familieharmonie, familiale tewerkstelling zullen bijgevolg vaak zelfs primeren op de financiële doelen, waaronder waardemaximalisatie (ook wel winstmaximalisatie), groei en innovatie (Tagiuri & Davis, 1992; Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007; Westhead, 1997). Bij niet-familiebedrijven zal er daarentegen geen sprake zijn van familiale doelen en het daaruit voortvloeiende eerder conservatieve dan progressieve gedrag (Donckels & Fröhlich, 1991).

Een familieonderneming zal bijgevolg niet enkel aandacht hebben voor het financieel kapitaal, maar ook voor het emotioneel kapitaal. Om succesvol te zijn, is er dus nood aan zowel een winstgevend bedrijf als familieharmonie of, met andere woorden, goede relationele banden tussen de familieleden. Met deze emotionele dimensie heeft men niet af te rekenen in niet-familiebedrijven. (Sharma, 2004)

In familiebedrijven zijn volgens James (1999) extra factoren aanwezig die de managers kunnen aansporen beslissingen te nemen in het belang van de onderneming, ondanks het feit dat er een scheiding van eigendom (de aandeelhouders) en controle (het management) aanwezig is. Dit zal resulteren in lagere agency kosten; deze kosten worden hieronder in de uitleg bij tabel 1 nog nader toegelicht. Tot deze extra factoren behoren de inter-persoonlijke relaties tussen familieleden die de

familie samenhouden. Deze bestaan zowel horizontaal doorheen heel het familiesysteem, als over opeenvolgende generaties doorheen de tijd. Deze familiale banden zorgen voor loyaliteit onder de familieleden en persoonlijke toewijding (Kets de Vries, 1993), waardoor de managers niet zullen overgaan tot 'on-the-job' consumptie of 'self-serving' gedrag. Er is in een familieonderneming dan ook vaak sprake van altruïsme. Altruïsme wordt (in de economie) beschouwd als een nutsfunctie waarin het welzijn van een individu niet enkel beïnvloed wordt door zijn eigen welzijn, maar eveneens door dat van anderen (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003). Bovendien is de overdracht van niet-financiële goederen van ouders aan hun kinderen een belangrijke functie van families. Dit biedt een vorm van familiale zekerheid tegen ongunstige economische omstandigheden, werkloosheid en hoge ouderdom. Verder zal men in familieondernemingen streven naar stabiliteit en het in ere houden van tradities (Kets de Vries, 1993),.

De extra factor met betrekking tot de overdracht van het bedrijf naar de volgende generatie kan soms wel wegvallen in familiebedrijven waar er problemen zijn met deze overdracht. Dit kan het geval zijn wanneer deze volgende generatie niet bereid of niet bekwaam is om het bedrijf te leiden. Een andere mogelijkheid is de aanwezigheid van conflicten binnen de familie (James, 1999).

De tradeoffs van voor- en nadelen voor het bedrijf, waarmee familiebedrijven te maken hebben, worden in onderstaande tabel (tabel 1) weergegeven. Ter vergelijking worden ook de tradeoffs van twee andere soorten bedrijven gegeven, namelijk deze van de open niet-familiebedrijven en de gesloten niet-familiebedrijven (James, 1999).

Bij open ondernemingen is er een wijde verspreiding van de eigendom en controle. Als gevolg hiervan hebben de managers maar een klein aandeel in het bedrijf en dus in de gegenereerde winst. Dit verhoogt het risico dat zij eerder in hun eigenbelang zullen handelen dan in het belang van de onderneming en haar aandeelhouders. Dit zorgt voor hoge agency kosten en andere agency (of principaal-agent) problemen, zoals adverse selection en moral hazard.

Agency kosten zijn reële kosten en omvatten naast de kosten voor het opstellen van de contracten, ook monitoring en bonding kosten. Monitoring kosten zijn kosten die ontstaan door het toezicht en de controle die de aandeelhouders (de principaal) of hun vertegenwoordigers in de raad van bestuur moeten uitvoeren. Bonding kosten worden daarentegen opgelopen door het management (de agent) om, door het verschaffen van informatie, de eigenaars (de aandeelhouders) ervan te overtuigen dat zij (de managers) werken in het belang van de aandeelhouders. Verder worden ook opportuniteitskosten, die ontstaan door onder meer het nemen van suboptimale beslissingen door de agent, tot de agency kosten gerekend. Deze worden ook het restverlies genoemd (Jensen & Meckling, 1976).

Adverse selection ontstaat doordat de ene partij (het management) meer informatie bezit dan de andere (de aandeelhouders) voordat het contract wordt afgesloten. Moral hazard problemen zijn het gevolg van de aandeelhouders die in de onmogelijkheid zijn te achterhalen of het management

de juiste handelingen stelt, die in het belang zijn van de aandeelhouders en niet in hun eigenbelang (Eisenhardt, 1989). Deze beide problemen worden veroorzaakt door het probleem van informatieasymmetrie. Dit wil zeggen dat de verschillende partners in een overeenkomst over verschillende informatie beschikken. De managers of insiders hebben meer informatie over de huidige en toekomstige toestand van de onderneming dan de outsiders (de aandeelhouders) (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2004).

De voorgaande problemen komen in veel mindere mate voor in gesloten ondernemingen, waarin de eigendom geconcentreerd is en samenvalt met het management. Hier is er echter wel nog altijd de mogelijkheid dat de managers zich laten verleiden tot 'on-the-job' consumptie, die ervoor zorgt dat toekomstige consumptie wordt omgezet in huidige consumptie en zij ook niet-geldelijke voordelen verkrijgen.

De nadelen waarmee deze niet-familiebedrijven te maken hebben, worden niet zo vaak tegengekomen in familiale bedrijven. In deze bedrijven is de eigendom immers meer geconcentreerd binnen de familie (de interne managers) (Gomez-Mejia et al., 2010; Mishra & McConaughy, 1999; Voordeckers et al., 2007) en de agency theorie van Jensen en Meckling (1976) veronderstelt dat de agency conflicten en bijhorende kosten toenemen naarmate er een grotere verspreiding van de eigendom is. Daarnaast spelen nog de hierboven vermelde factoren een rol in de lagere agency kosten en het minder 'on-the-job' consumeren.

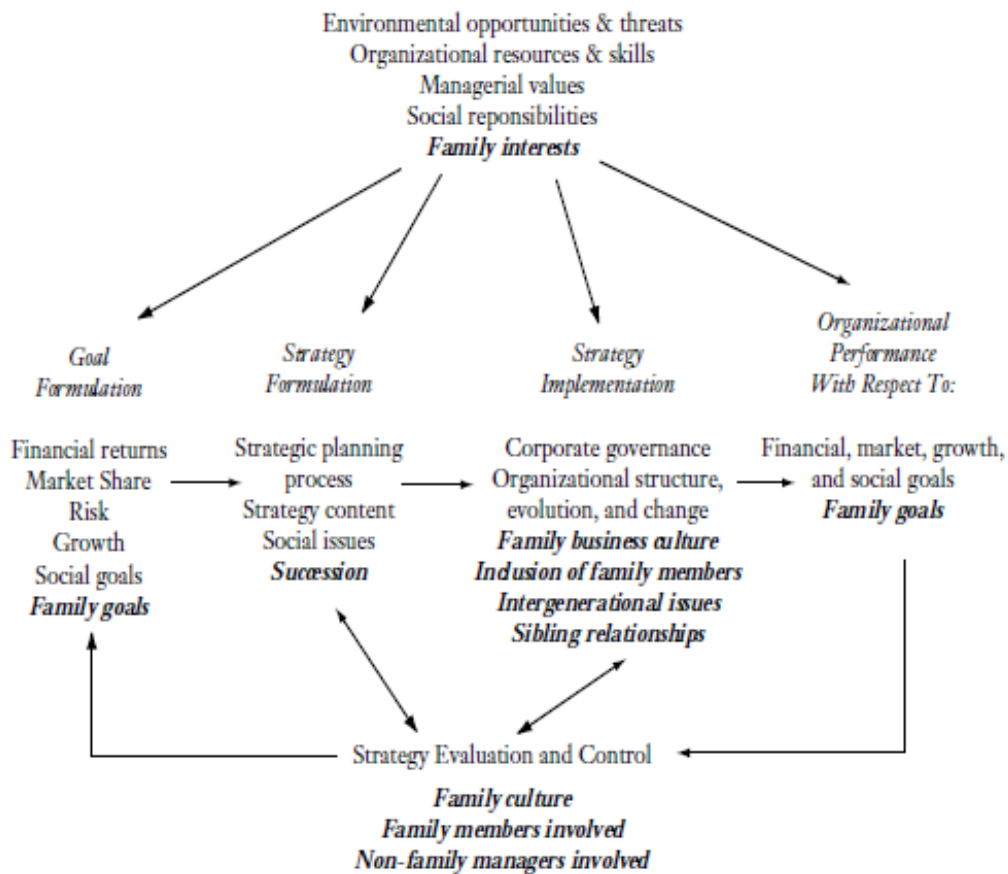
Toch kunnen familieondernemingen ook met negatieve factoren te maken krijgen, die de bedrijfswaarde doen dalen. Zo kan er onder meer geen goede opvolgingspolitiek aanwezig zijn, waarbij zich eventueel nepotisme kan voordoen. Met nepotisme wordt bedoeld dat men eigen familieleden begunstigt door hen onder meer tewerk te stellen in de familieonderneming en hen bijvoorbeeld zelfs tot CEO te benoemen. Dit zal zeker nadelen met zich meebrengen voor de onderneming, indien deze familieleden niet over de juiste motivatie en capaciteiten beschikken. Dergelijke problemen kunnen onder meer aan de basis liggen van familiale instabiliteit en conflicten (James, 1999; Kets de Vries, 1993).

Tabel 1: Tradeoffs in familie- en niet-familiebedrijven (James, 1999)

Organizational form	Firm value increased by	Firm value decreased by
Open corporation, separated ownership and control	Investment according to market rule Specialized decision-making, ownership functions with associated efficiencies	High monitoring costs, other principal-agent problems
Proprietorship, closed corporation, combined ownership and control	Low monitoring costs, minimal principal-agent problems	On-the-job consumption, suboptimal investment
Family firm	Investment according to (modified) market rule Low monitoring, agency costs	Family instability Lack of succession planning; other related issues

Tot slot komt de familiale dimensie van familieondernemingen eveneens tot uiting in hun strategisch management proces (Sharma et al., 1997). Hierin vertonen zij gelijkenissen met niet-familiebedrijven, maar ook afwijkingen. Er moeten immers extra invloeden, namelijk die van de familie, beschouwd worden in familiebedrijven. Deze invloeden komen in alle stappen van het proces tot uiting, zoals duidelijk aangetoond wordt in het schema hieronder (figuur 4).

In familiebedrijven worden vaak de familiale belangen voorop gesteld, zoals reeds eerder aangehaald. Dit zal ervoor zorgen dat familiale doelstellingen worden nagestreefd, waaronder het behoud van controle en het kunnen doorgeven van de onderneming aan de volgende generaties. Hierdoor zal de ondernemingsstrategie ook afwijken van deze van niet-familiebedrijven. Er zullen op verscheidene vlakken andere beslissingen genomen worden. Zo zal de opvolgingspolitiek eveneens verschillen in familiale bedrijven.

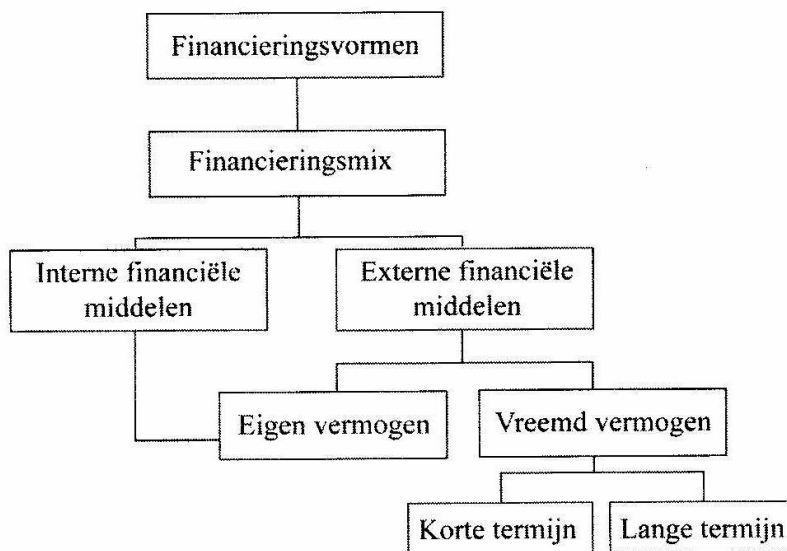


**Family influences appear in boldface italic*

Figuur 4: Het strategisch management proces in familiebedrijven (Sharma, Chrisman & Chua, 1997)

Hoofdstuk 3 Financieringsbronnen

In dit eerste hoofdstuk wordt nagegaan welke mogelijke financieringsbronnen voorhanden zijn voor private familiebedrijven. Algemeen gezien kan een onderneming voor de financiering van haar activiteiten beroep doen op zowel interne middelen (zoals ingehouden winsten) als externe middelen. Bij deze laatste financieringsvorm wordt er verder nog een onderscheid gemaakt tussen externe financiering die gebeurt met eigen vermogen (zoals de uitgifte van aandelen) en deze die gebeurt met vreemd vermogen (schulden), zowel op korte als lange termijn. Deze indeling van de financieringsvormen wordt schematisch weergegeven in onderstaande figuur (figuur 5). Het quasi-eigen vermogen vormt bovendien nog een derde externe vorm van financieren, die kenmerken van zowel eigen als vreemd vermogen vertoont (Laveren et al., 2004).



Figuur 5: De basisstructuur van de financieringsmix (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2004)

3.1 Interne financiering

Onder interne financiering, ook wel autofinanciering, wordt volgens Laveren et al. (2004) het volgende verstaan: alle financiële middelen die door de onderneming zelf gegenereerd worden. Zij stellen dat dit kan berekend worden als de som van de ingehouden winsten en de niet-kaskosten (afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen).

Bovendien kunnen niet enkel winsten van het lopende boekjaar geïncorporeerd worden, maar komen hiervoor ook onder meer alle beschikbare reserves, de uitgiftepremies en de herwaarderingsmeerwaarden voor in aanmerking (Laveren et al., 2004).

Interne financiering speelt echter wel in het nadeel van dividenduitkering. De winst die gereserveerd wordt, kan immers niet uitgekeerd worden aan de aandeelhouders in de vorm van cashdividenden. Er dient echter wel opgemerkt te worden dat de winsten ook nog op alternatieve manieren toch kunnen doorstromen naar de aandeelhouders. Een eerste mogelijkheid is dat de volledige winst wordt ingehouden en daardoor de waarde van de onderneming en bijgevolg die van de aandelen zal stijgen. Anderzijds is er de mogelijkheid om aandelendividenden uit te keren, waardoor de aandeelhouders dus extra aandelen krijgen. Dit heeft hetzelfde effect als volledige winstreservering. (Laveren et al., 2004).

Zelffinanciering zal er bovendien voor zorgen dat de onderneming een gezonde hoeveelheid eigen vermogen bezit. Dit vormt een goed signaal naar potentiële financiers, indien er toch een behoefte aan externe financiering zou ontstaan (Laveren et al., 2004).

Wanneer we nu specifiek naar private familiebedrijven kijken, kunnen we stellen dat het reserveren van winsten, voor zover die er zijn, geen enkel probleem vormt en dit zeker en vast tot hun financieringsmogelijkheden behoort. Er moet ook zeker opgemerkt worden dat er bij deze financieringsvorm geen enkel verlies van controle mogelijk zal zijn. Er zijn hierbij immers geen externe geldschietters nodig, waaraan verantwoording moet worden afgelegd en waarmee er eventuele agency conflicten kunnen ontstaan. Dit is zeker bij familiebedrijven heel belangrijk.

3.2 Externe financiering

Met externe financiering worden alle financieringsmogelijkheden bedoeld die externe kapitaalverschaffers ter beschikking stellen van de onderneming. Deze middelen worden, zoals hierboven al aangehaald, nog opgesplitst in eigen en vreemd vermogen.

3.2.1 Externe financiering met eigen vermogen

Met deze financieringsvorm wordt voornamelijk de uitgifte van aandelen bedoeld. Dit kan plaatsvinden bij de opstart van een onderneming en bij latere kapitaalverhogingen tegen vers geld. Er dient opgemerkt te worden dat het uitgeven van aandelen uitgiftekosten met zich meebrengt, die eveneens moeten gefinancierd worden (Ooghe, Deloof, & Manigart, 2002). Hiernaast behoren ook kapitaalsubsidies die ontvangen worden van de overheid tot de externe financiering met eigen vermogen. (Laveren et al., 2004)

Wat deze financieringsmethode betreft, moet er voor private familiebedrijven echter rekening mee gehouden worden dat, indien zij hun private karakter wensen te behouden, er voor hen geen beursintroductie of 'initial public offering' (IPO) plaatsvindt. Zij zullen dus, indien zij aandelen willen uitgeven, hiervoor geen beroep doen op de kapitaalmarkten en genoodzaakt zijn dit onderhands te doen. Hun aandelen zullen bijgevolg ook minder liquide, dus minder gemakkelijk verkoopbaar zijn,

dan deze van beursgenoteerde ondernemingen. Deze onderhandse uitgifte wordt ook wel private equity of private placements genoemd (Smith & Smith, 2004). Deze onderhandse uitgifte van aandelen zal volgens Smith en Smith (2004) vaak gebeuren aan 'business angels' (informeel) en 'venture capital' fondsen (formeel). Ooghe et al. (2002) voegen hieraan nog het managementteam, de drie F's, institutionele beleggers en strategische partners aan toe. Tot de drie F's behoren friends, family en fools. Dit zijn privé-persoonen die de ondernemer al kennen van voordat hij kapitaal nodig had. Onder institutionele beleggers worden onder meer holdings, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, gemeenschappelijke beleggingsfondsen en spaarbanken verstaan. Strategische partners zijn andere ondernemingen die in deze private ondernemingen participeren om strategische redenen (Ooghe et al., 2002).

Een totaal andere methode van externe financiering met eigen vermogen bestaat erin dat men aan financial bootstrapping gaat doen (Howorth, 2001; Yilmazer & Schrank, 2010). Hierbij opteert de CEO ervoor om zelf van zijn persoonlijke middelen te investeren in het bedrijf. Dit wordt meestal gedaan wanneer er weinig krediet beschikbaar is of enkel te verkrijgen is tegen hoge intresten. Maar volgens Yilmazer en Schrank (2010) heeft dit ook, in tegenstelling tot extern vermogen ('equity') en schulden (zie 3.2.2), het voordeel dat er geen risico is op het verlies van controle. Dit zal, zoals al vermeld bij de interne financiering, zeker een belangrijke rol spelen bij kleine (niet-beursgenoteerde) ondernemingen en in het bijzonder voor familieondernemingen.

Ten slotte behoren ook joint ventures met industriepartners, Employee Stock Ownership Plans en dergelijke meer tot de niet-publieke externe financieringsalternatieven met eigen vermogen, waarbij men een hoge graad van controle behoudt (Dreux, 1990).

3.2.2 Externe financiering met vreemd vermogen

Externe financiering die gebeurt met vreemd vermogen omvat de schulden van de onderneming. Laveren et al. (2004) stellen dat er in het algemeen van vreemd vermogen kan gesproken worden, indien er een impliciete of expliciete financieringsovereenkomst bestaat die de voorwaarden vastlegt inzake terugbetaling en vergoeding van de ontvangen geldmiddelen. Kenmerkend hierbij is dat de aflossingen en rentebetalingen steeds moeten gebeuren, ook bij minder goede ondernemingsresultaten.

Onder het vreemd vermogen vallen zowel financiële schulden als handelsschulden en deze kunnen op lange of korte termijn zijn. Met de schulden op korte termijn worden deze bedoeld die binnen het jaar vervallen; de overige zijn op lange termijn (Laveren et al., 2004). Schulden met betrekking tot belastingen, bezoldigingen en sociale lasten en ontvangen vooruitbetalingen behoren verder ook nog tot het vreemd vermogen. (Ooghe et al., 2002)

De vreemde financieringsbronnen op langer dan één jaar tellen heel wat varianten. Laveren et al. (2004) halen onder meer volgende voorbeelden aan: de obligatielening, de gewone lening, het

investeringskrediet en de leasingschulden. Enkele types schuldfinanciering die volgens Yazdipour (1991) doorgaans in kleine, private ondernemingen worden aangewend, zijn equipment loans, mortgage loans en asset-based loans (ook wel beveiligde commerciële leningen). Bij deze laatste vorm geeft men vorderingen en stock in onderpand.

Op korte termijn kan er gebruik gemaakt worden van handelsschulden (ook wel trade credits of leverancierskredieten), kaskredieten, discontokredieten, factoring, voorschotten op facturen enzovoort. Trade credits, of met andere woorden uitstel van betaling, zijn een goed alternatief voor bankfinanciering en een belangrijke bron van externe financiering voor private bedrijven.

Schuldfinanciering is een belangrijke optie voor private familiebedrijven, vermits men zo kan financieren met externe middelen zonder verlies van eigendom. Daarenboven zal, zolang er geen financiële moeilijkheden ontstaan, ook de controle behouden blijven (Berger & Udell, 1998). Dit ligt in lijn met de familiale doelstellingen die worden nagestreefd in deze bedrijven.

De hoeveelheid schulden die men kan aangaan zal wel enigszins bepaald worden door de grootte van de onderneming. Kleine bedrijven zullen immers minder middelen van de geldschieter (meestal de bank) verkrijgen, omdat zij vaak een groter risico hebben op onvoldoende solvabiliteit om het geld terug te betalen. Dit zal uiteraard niet altijd zo het geval zijn, maar door de asymmetrische informatie is de bank niet in staat dit te weten. Informatieasymmetrie duidt op het feit dat 'insiders', zoals het management, over meer informatie beschikken betreffende de huidige en toekomstige toestand van de vennootschap dan buitenstaanders, zoals schuldeisers. Dit probleem kan natuurlijk wel verholpen worden wanneer er informatie door de onderneming verschaft wordt, wat dan weer zorgt voor extra transactiekosten. Ook andere factoren, zoals het aantal jaren werkervaring van de CEO (Vos, Yeh, Carter, & Tagg, 2007), zullen een rol spelen in de toekenning van leningen.

Familiebedrijven zijn dus zeker vragende partij voor financiering met schulden, maar het aanbod dat voor hen ter beschikking is, is echter eerder beperkt. Kredietrantsoenering is meestal niet gemakkelijk voor private familiebedrijven. Ze zijn immers vaak klein en hebben geen verplichting om bepaalde informatie publiek te maken. Bovendien geven ze geen aandelen uit die continu geprijsd worden in publieke markten, waardoor informatie zou vrijkomen voor externe financiers. Door het solvabiliteitsrisico en de informatieasymmetrie zullen banken bijgevolg niet geneigd zijn hen krediet te verschaffen en al zeker niet tegen gunstige voorwaarden. De informatievaagheid zouden deze bedrijven wel kunnen verminderen door uit eigen beweging informatie vrij te geven. Hiertoe zullen zij echter meestal niet geneigd zijn, vermits dit duur en tijdrovend is. (Berger & Udell, 1998; Steijvers, 2006)

Berger & Udell (1998) stellen dat private familiebedrijven gebruik maken van private schuldmarkten. Door het moeilijk verkrijgen van kredieten via financiële instellingen zullen zij daarnaast vaak hun toevlucht zoeken tot individuen, niet-financiële ondernemingen en de overheid.

Hoofdstuk 4 Theorieën omtrent financieringskeuzes

Dit hoofdstuk behandelt de vraag 'Welke factoren beïnvloeden de financieringskeuzes in private familiebedrijven en zijn deze factoren en de gemaakte keuzes anders dan in niet-familiebedrijven?'

Bij de keuzes betreffende de kapitaalstructuur in ondernemingen spelen heel wat determinanten een rol. Eerst en vooral zal zeker de manier waarop de financieringsbeslissingen benaderd worden, uiterst cruciaal zijn.

In de literatuur betreffende de kapitaalstructuurproblematiek vinden we verschillende benaderingen terug met elk hun eigen optimale financieringspolitiek. Zo zijn er bijvoorbeeld de traditionele benadering en de Modigliani & Miller benadering. Deze twee benaderingen worden in deze eindverhandeling niet nader bestudeerd. Twee andere zeer belangrijke concurrerende theorieën die we kunnen onderscheiden, zijn het Pecking Order model en het Trade-Off model (Laveren et al., 2004).

4.1 Pecking Order model

4.1.1 Traditionele theorie

Het 'Pecking Order model' is een rangordebenadering. Men gaat er hier vanuit dat de schuldratio afhankelijk is van de financieringsbeslissingen uit het verleden en dat het bedrijf bepaalde voorkeuren heeft aangaande de financieringsmethoden. Er zal bijgevolg een bepaalde volgorde verkozen worden.

Myers (1984) stelt dat de Pecking Order benadering erop neerkomt dat:

1. ondernemingen interne financieringsmiddelen verkiezen;
2. zij hun targetdividendpayoutratio's aan de beschikbare investeringsopportunities aanpassen;
3. als gevolg van de aarzeling om dividenden te verlagen en als gevolg van onvoorspelbare fluctuaties in winstgevendheid, evenals de beschikbare investeringsopportunities, de interne middelen soms onvoldoende zullen zijn en op andere tijdstippen meer dan voldoende;
4. indien externe financiering nodig is, ondernemingen het veiligste financierings-instrument eerst zullen kiezen, dit wil zeggen gewone schulden, dan converteerbare schulden en ten slotte aandelen. (p. 581)

Er wordt bij deze benadering dus aangenomen dat ondernemingen een zeer sterke voorkeur hebben voor interne autofinanciering boven financiering met externe middelen. Dit kan verklaard worden door het feit dat bij het aanwenden van externe financieringsmiddelen het probleem van

asymmetrische informatie optreedt. Hiermee wordt bedoeld – zoals reeds eerder vermeld – dat de insiders in de onderneming over meer informatie beschikken dan de kapitaalverschaffers. Dit zal onderwaardering, de zogenaamde 'mispricing', met zich meebrengen (Laveren et al., 2004).

Binnen de externe financiering gaat de voorkeur eerst uit naar schuldfinanciering, waarbij men gewone schulden verkiest boven converteerbare (Myers, 1984). Binnen de gewone schulden prefereert men het vreemd vermogen op korte termijn boven dat op lange termijn (Howorth, 2001). Dat kortetermijnschulden verkozen worden boven deze op lange termijn heeft te maken met het feit dat er aan schulden op korte termijn meestal geen beperkende contracten of een onderpandvereiste verbonden zijn (Holmes & Kent, 1991, in Voordeckers, 1999). Als laatste optie zal men pas overgaan tot de uitgifte van aandelen (extern kapitaal). Aandelenuitgifte wordt pas in laatste instantie aangewend als gevolg van de sterke gevoeligheid voor onderwaardering van dit financieringsmiddel, ten gevolge van asymmetrische informatie (Myers, 1984). Onderwaardering bij de uitgifte van aandelen wil zeggen dat er een te lage beurskoers wordt gehanteerd (Laveren et al., 2004). Er zal adverse selection optreden doordat de externe geldschieters minder geïnformeerd zijn dan de 'insiders'. De investeerders zijn zich immers bewust dat, door deze informatieasymmetrie, het management opportunistisch gedrag kan vertonen. Hiermee wordt bedoeld dat de managers aandelen zullen uitgeven als de marktprijs van de aandelen van het bedrijf hoger is dan de echte waarde van het bedrijf; waardoor er een overwaardering is. Bijgevolg zullen de geldschieters de prijs, die ze bereid zijn te betalen voor de aandelen, aanpassen en zullen de nieuwe aandelen (van goede bedrijven) ondergewaardeerd worden (Myers & Majluf, 1984). Dit zal uiteindelijk ervoor zorgen dat enkel nog minder goede bedrijven aandelen willen uitgeven. Interne financiering is het minst gevoelig voor onderwaardering. Extern eigen vermogen brengt dus hoge transactiekosten (bijvoorbeeld kosten van informatieverschaffing) en kosten wegens informatieasymmetrie met zich mee. Deze laatste kosten worden opgelopen indien een investeringsproject met een positieve NPV (net present value) niet wordt uitgevoerd, doordat er – omwille van onderwaardering - voor gekozen wordt om geen gebruik te maken van externe financiering (Myers & Majluf, 1984).

De voorkeur van interne financiering boven het gebruik van schulden heeft te maken met het feit dat ook schulden onderhevig zijn aan onderwaardering, zij het in mindere mate dan extern eigen vermogen. Met onderwaardering wordt hier bedoeld dat de schuldeisers te hoge intresten aanrekenen aan de onderneming. Een extra reden dat men pas in tweede instantie kiest voor schuldfinanciering is het feit dat men risico-avert is. Bij schulden is er immers een verplichte afbetaling en indien hieraan niet meer kan voldaan worden, kan dit resulteren in het faillissement van de onderneming. Men zal dus verplicht zijn heel gedisciplineerd te werken.

Baskin (1989) vermeldt nog een andere reden voor het feit dat ondernemingen de volgorde van het Pecking Order model aanhouden. Er wordt gesteld dat de directe kosten veroorzaakt door de reservering van winsten lager zijn dan de kosten die een uitgifte van nieuwe aandelen met zich

meebrengt. Daarnaast zijn in het algemeen de transactiekosten voor het aangaan van schulden kleiner dan voor een aandelenuitgifte.

Als gevolg van de informatievaagheid die bij beide vormen van externe financiering (extern eigen vermogen en schulden) aanwezig is, bespreken Berger en Udell (1998) in hun studie een aangepaste, beperkte vorm van de Pecking Order theorie. Zij stellen dat eerst interne middelen verkozen worden en de gebruikte mix van equity (extern eigen vermogen) en schulden in deze ondernemingen beïnvloed zal worden door drie dimensies van informatievaagheid. Het gaat hier om de kosten voor het bekomen van de nodige informatie of de 'costly state verification', adverse selection en moral hazard. Deze laatste twee dimensies werden ook al besproken onder paragraaf 2.4. Adverse selection ontstaat doordat men op voorhand niet goed geïnformeerd is en zo de verkeerde keuzes maakt. Moral hazard duidt erop dat gemaakte afspraken niet worden nageleefd en de tegenpartij hiervan niet op de hoogte is door een gebrek aan informatie. 'Costly state verification' en adverse selection problemen zullen aanleiding geven tot aangaan van schulden, terwijl extern eigen vermogen eerder wordt gebruikt bij moral hazard problemen. Berger en Udell (1998) merken bovendien op dat de wettelijke en informatie infrastructuur een belangrijke rol hebben in het bestaan van de informatieasymmetrie.

4.1.2 Pecking Order in private familiebedrijven

Wanneer we nu gaan kijken naar de private familiebedrijven, zien we dat ze vaak te allen tijde willen vermijden de eigendom en controle uit handen te geven (Crocì, Doukas, & Gonenc, 2010; Mishra & McConaughy, 1999; Poutziouris, Michaelas, Chittenden, & Sitorious, 2000; Vos et al., 2007). Ze zullen bijgevolg eerder terughoudend zijn tegenover het gebruik van externe financiering. Extern eigen vermogen zal de laatste optie zijn, waarvan familiebedrijven gebruik maken. Bovenop de eerder aangehaalde sterke onderhevigheid aan onderwaardering (een te lage beurskoers) ten gevolge van asymmetrische informatie (Crocì et al., 2010; Vos et al., 2007), zal het uitgeven van aandelen immers ook het ontstaan van dilutie van de aandelen met zich meebrengen. De aandelen van de bestaande aandeelhouders (hoofdzakelijk de familie) zullen verwateren. De nieuwe externe aandeelhouders zullen mee beslissen in de familieonderneming. Aandeelhouders bezitten meestal immers stemrecht op de algemene vergadering, waardoor ze inspraak en controle in de onderneming hebben. Op deze manier zal er dus een verlies aan controle optreden. Dit vormt een groot probleem voor familiebedrijven, vermits zij familiale doelstellingen nastreven, waaronder het behoud van controle.

Familiebedrijven zijn bijgevolg eerder geneigd extern kapitaal te verwerven via schulden (Setia-Atmaja, Tanewski, & Skully, 2009; Setia-Atmaja, 2010). Familiebedrijven zijn vaak meer bezig met overleven op lange termijn, hun traditie om alles binnen de familie te houden en het behoud van hun prestige en controle dan met hun groei (Poutziouris, 2001; Vos et al., 2007; Wen-Hsien et al., 2007; Westhead & Howorth, 2006). Dit is tegengesteld aan het beleid binnen niet-familiebedrijven

dat meer marktgeoriënteerd is en waarbij er een grotere geneigdheid tot groei is (Poutziouris, 2001). Een andere reden dat in familiale bedrijven niet alle groeiopportunities benut worden, is dat plannen om snel te groeien vaak het verlies van controle en dus een grotere afhankelijkheid van externe investeerders (zoals venture capitalists) impliceren (Poutziouris, 2001). Familieondernemingen blijven dus kleiner en zijn risico-avers en conservatief; ze doen enkel investeringen in vaste activa (CAPEX) en minder in onderzoek en ontwikkeling (Poutziouris et al., 2000; Croci et al., 2010). Bijgevolg financieren ze hun activiteiten vaker met schulden, naast de intern gegenereerde fondsen die ze aanwenden.

Toch zullen familiale bedrijven echter ook geen grote hoeveelheid schulden aangaan. Dit is in eerste instantie te wijten aan de mogelijke onderwaardering (te hoge intresten). Daarnaast is het, in het bijzonder voor familiebedrijven, belangrijk dat er bij deze financieringsbron eveneens een risico bestaat op het verlies aan controle. Schuldfinanciering kan immers – indien er niet meer aan de betalingsvoorwaarden kan voldaan worden – financiële moeilijkheden en de bijhorende kosten veroorzaken. In het slechtste geval kan het bedrijf eventueel zelfs failliet gaan. Dit risico - dat het behoud van controle niet gewaarborgd kan worden - zal zwaar doorwegen voor familiebedrijven. De nadelen die hoge schuldfinanciering met zich meebrengt, worden verder nog uitgebreid besproken bij de Trade-off theorie (zie paragraaf 4.2).

Uit het voorgaande kan afgeleid worden dat private familiebedrijven meestal avert zijn tegenover het gebruik van elke vorm van externe financiering: in eerste instantie de uitgifte van aandelen, maar vaak ook het aangaan van schulden (Howorth, 2001). Familiale ondernemingen zullen, als gevolg van hun sterke drang om de familiale doelen te verwezenlijken en dus de controle te behouden, voor het grootste deel terugvallen op intern gegenereerde middelen (zoals ingehouden winsten, ook wel sweat-capital genoemd) om hun activiteiten te financieren (Berger en Udell, 1998; López-Gracia en Sánchez-Andújar, 2007; Poutziouris et al., 2000). Door deze voorkeur sluiten private familieondernemingen dus meer aan bij de Pecking-Order benadering, zoals ook López-Gracia en Sánchez-Andújar (2007) en Poutziouris (2001) vermelden. Zij zullen dus zelfs trouwer de volgorde van het Pecking Order model aanhouden dan niet-familiebedrijven, door het versterkend effect van de familiale doelstellingen, bovenop de traditionele reden voor deze rangordebenadering, namelijk de onderwaardering.

Als gevolg van de sterke voorkeur voor interne financiering zullen de target dividend pay-out ratio's niet te hoog gezet worden in familiebedrijven. Zo is het mogelijk om een groot deel van de winsten in te houden en kan er voldoende met intern gegenereerde fondsen gefinancierd worden (Myers 1984). Er zal dan minder nood zijn aan externe financiering (zoals schulden), vermits deze afhankelijk is van de beschikbaarheid van interne middelen (Swinnen, Voordeckers, & Vandemaele, 2005).

4.2 Trade-Off model

4.2.1 Traditionele theorie

Bij het Trade-Off model gaat men ervan uit dat de onderneming een target kapitaalstructuur, dus een optimale schuldgraad, voor ogen heeft. Naar deze targetverhouding tussen eigen en vreemd vermogen gaat er bijgevolg gestreefd worden.

Myers (1984, p.576) omschrijft deze benadering als volgt: " A static tradeoff framework, in which the firm is viewed as setting a target debt-to-value ratio and gradually moving towards it, in much the same way that a firm adjusts dividends to move towards a target payout ratio."

Dit target wordt bekomen door een afweging te maken van de voor- en nadelen verbonden aan schuldfinanciering (in vergelijking met eigen vermogen). Een hoge schuldgraad kan immers, behalve voor zijn gekende fiscale voordelen, zijn aanzet tot gedisciplineerd gedrag en zijn eventuele positieve financiële hefboomwerking, bovendien voor heel wat nefaste gevolgen zorgen.

Met de fiscale voordelen wordt de aftrekbaarheid van de intrestlasten bedoeld. Hierbij dient opgemerkt te worden dat dit belastingschild wel afhankelijk is van de winst. Indien deze maar klein is of er zelfs een verlies is, zal er ook maar een klein deel of niets van de intrestlast gedekt worden en moet deze helemaal door de onderneming gedragen worden. Het overdragen van intrestlasten wordt immers niet toegelaten door de fiscale wetgeving. Bovendien kan de winst nog verminderd worden door niet-intrestgebonden belastingvoordelen zoals afschrijvingen, voorzieningen, waardeverminderingen en investeringsaftrekkingen. Tot slot zal ook een lagere belastingvoet zorgen voor een kleiner belastingvoordeel van de intresten. (De Angelo & Masulis, 1980; Laveren et al., 2004; Myers, 1984)

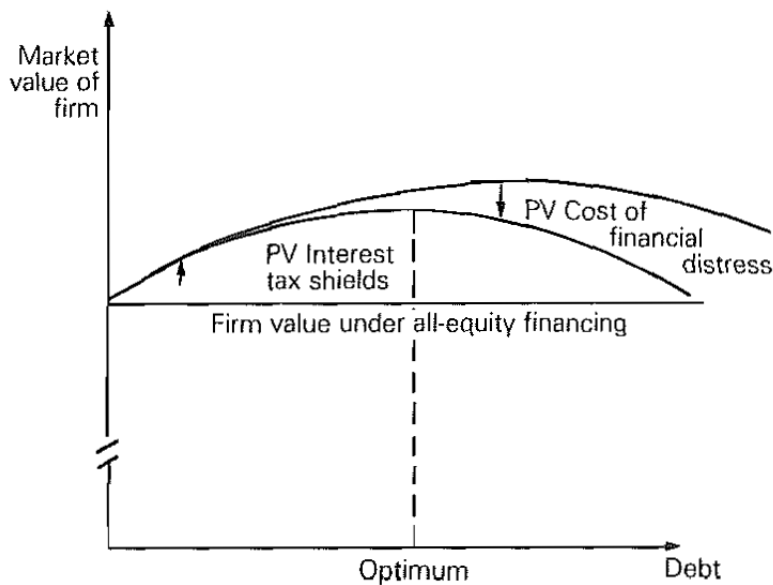
Poutziouris et al. (2000) merken bovendien op dat de intresten die betaald moeten worden op schulden fiscaal een betere behandeling krijgen dan de uitkeringen aan aandeelhouders. Dit is voor de kleine private familiebedrijven dan ook een extra motivatie om te kiezen voor schuldfinanciering boven financiering met extern eigen vermogen. In het kader hiervan stelt de auteur dan ook voor hen recht te geven op een 'Allowance for Corporate Equity', die zorgt voor een gelijke fiscale behandeling van vreemd vermogen en eigen vermogen en hen zo aan te zetten tot het gebruik van equity. In België heeft de overheid al een dergelijke maatregel doorgevoerd in de vorm van de 'belastingaftrek voor risicokapitaal', beter bekend als de 'notionele intrestaftrek'. Deze fiscale gunstmaatregel is van kracht vanaf het aanslagjaar 2007 (Schepens, 2007). Deze belastingaftrek is echter nog niet volledig gelijk aan de intrestaftrek voor schulden, waardoor er ook in België nog een extra fiscaal voordeel is van schuldfinanciering ten opzichte van aandelenuitgifte.

Het voordeel dat schulden aanzetten tot gedisciplineerd gedrag komt voort uit de verplichte frequente aflossingen en rentebetalingen die tijdig moeten gebeuren. De eventuele positieve

financiële hefboomwerking duidt erop dat door het opnemen van veel schulden een hoge rentabiliteit van het eigen vermogen kan ontstaan. Dit is het geval wanneer de rentabiliteit van het geïnvesteerde activum groter is dan de vaste financiële kost die ontstaat uit de hiervoor opgenomen schulden (Laveren et al. 2004).

Anderzijds zal een grote hoeveelheid schuldfinanciering dus echter ook nadelen met zich meebrengen. Zo worden aan deze ondernemingen strengere voorwaarden en hogere intresten opgelegd door de financiers. De intrestvoeten kunnen zelfs zodanig stijgen dat het opnemen van extra schulden onmogelijk wordt (Altman, 1984; Laveren et al., 2004). Wanneer de schuldgraad van de onderneming te groot wordt, kan haar solvabiliteit zelfs in het gedrang komen waardoor er kosten verbonden aan financiële moeilijkheden zullen ontstaan (Laveren et al., 2004; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007). In het ergste geval zal men zelfs gewoon niet meer in staat zijn de schulden af te lossen en zal onvermijdelijk het faillissement volgen, met de bijhorende kosten (Mishra & McConaughy, 1999). De kosten in beide situaties zullen zowel direct (administratiekosten, vergoedingen aan derden voor het oplossen van problemen...) als indirect (minderwaarden, vermindering van toekomstige verkopen...) zijn (Altman, 1984; Laveren et al., 2004).

Myers (1984) veronderstelt bijgevolg dat een onderneming de 'schuld - equity' trade-off maakt, waarbij equity vervangen wordt door schuld, of omgekeerd, totdat de waarde van de onderneming gemaximaliseerd wordt. Dit zal gebeuren aan de hand van de voornoemde voor- en nadelen van schuldfinanciering, wat ook in onderstaande figuur (figuur 6) wordt weergegeven. Er zullen echter wel kosten gepaard gaan met het aanpassen van de gehanteerde schuldgraad naar de target schuldgraad, waardoor bedrijven zich meestal niet in hun optimum (target) zullen bevinden. Cotei et al. (2011) stellen in verband hiermee dat de strengere bescherming van de investeerders, hogere transparantie en goed ontwikkelde financiële markten die er bestaan in de zogenaamde 'common law' landen de kost van herkapitalisering en dus van de aanpassing naar de target schuldgraad toe verminderen. Myers (1984) haalt echter ook aan dat deze theorie, door de gematigde schuldgraad die hierin wordt gebruikt, heel aannemelijk klinkt, maar daarom nog niet juist is.



Figuur 6: The Static Trade-Off theory of capital structure (Myers, 1984)

4.2.2 Trade-Off in private familiebedrijven

In het merendeel van de bestudeerde literatuur is men het er over eens dat private familiebedrijven het Pecking-Order model volgen en niet het static Trade-Off model. De meesten zouden dus niet echt een optimale schuldratio voorop stellen en interne financieringsmethoden verkiezen. Serrasqueiro, Nunes en Silva (2011) merken echter op dat de beide theorieën elkaar niet uitsluiten. Hij stelt dat het mogelijk is dat familiebedrijven toch ook gedeeltelijk volgens de Trade-Off benadering kunnen handelen, omdat zij minder met asymmetrische informatie af te rekenen zouden krijgen in de relatie tussen managers en kredietverleners. Hierdoor zou dan toch externe- boven interne financiering kunnen gekozen worden.

Het grootste deel van de studies heeft het nochtans, zoals reeds aangehaald, over een afkeer van private familiebedrijven - vaak deze met een CEO die de oprichter van het familiebedrijf is - tegenover schulden en het feit dat zij net lagere schuld/equity ratios, ook wel leverage ratios, hebben (Ampenberger, Schmid, Achleitner, & Kaserer, 2009; Mishra & McConaughy, 1999). Deze afkeer tegenover schulden wordt veroorzaakt doordat familiebedrijven een grotere aversie voor het risico op het verlies van controle hebben dan niet-familiebedrijven. Een hogere schuldgraad verhoogt immers het risico op financiële moeilijkheden en bijgevolg op het verlies van de familiecontrole (Mishra & McConaughy, 1999). Deze auteurs wijzen hierbij op het feit dat volgens hun onderzoek bij familiebedrijven dus vooral het behoud van controle de schuldgraad bepaalt en niet het behoud van de eigendom binnen het management. Deze laatste factor zou vooral de uitgifte van aandelen beperken en niet het aangaan van schulden.

Er kan dus geconcludeerd worden dat door de familiale doelstellingen, die nagestreefd worden in familieondernemingen, in deze bedrijven de nadelen van schuldfinanciering zwaarder zullen doorwegen. Tot de familiale doelen behoren onder meer het behoud van controle en de mogelijkheid om het bedrijf over te dragen aan de volgende generaties (Westhead en Howorth, 2006). Onder de nadelen van schulden worden de financiële moeilijkheden (ook wel insolventie) - en hun bijhorende kosten - en het eventuele faillissement van de onderneming verstaan.

Boot en Wijn (1991, in Voordeckers, 1999) beschrijven insolventie als de toestand waarin een bedrijf niet kan voldoen aan haar direct opeisbare financiële verplichtingen. Een reorganisatie kan soms een oplossing bieden voor deze toestand, waardoor financiële moeilijkheden zich niet noodzakelijk hoeven te vertalen in een faillissement. De kosten verbonden aan insolventie bestaan voornamelijk uit kosten veroorzaakt door belangenpartijen zoals klanten, leveranciers en werknemers. Indien het bedrijf in deze toestand verkeert, zullen de klanten naar de concurrentie overstappen uit vrees de service na verkoop te verliezen en sommige werknemers zullen een andere job zoeken (Voordeckers, 1999).

Het faillissement kan gedefinieerd worden als de transfer van de eigendomsrechten op de onderneming van de aandeelhouders naar de crediteuren (Barnea, Haugen, & Senbet, 1981). Deze overdracht gebeurt meestal door middel van een formele faillissementsprocedure, die kosten met zich meebrengt. De kosten verbonden aan een faillissement kunnen opsplijten worden in twee soorten, namelijk de directe en indirecte kosten. Directe faillissementskosten bestaan onder meer uit juridische en administratieve kosten en opzegvergoedingen (Voordeckers, 1999). De imperfectie van de tweedehandsmarkt, die er voor zorgt dat activa beneden hun reële economische waarde worden geliquideerd, is een voorbeeld van een indirecte faillissementskost (Scott, 1976).

Het faillissement van de familieonderneming zou voor de familie heel ernstige gevolgen hebben. Ten eerste zouden ze veel geïnvesteerd kapitaal verliezen. Familieleden zullen immers vaak het grootste deel van hun eigen middelen beleggen in de onderneming en daardoor een weinig gediversifieerde portefeuille hebben. Wat echter vaak nog belangrijker is voor hen, is dat ze bovendien hun familiebedrijf kwijtraken. Dit zal dan niet meer kunnen doorgegeven worden aan de opvolgers. Verder zal eveneens hun reputatie en de familiale tewerkstelling verdwijnen.

Er dient tot slot opgemerkt te worden dat familiebedrijven ervoor kiezen om gemiddeld minder te diversifiëren dan niet-familiebedrijven, vermits ze er dan een lagere schuldfinanciering kunnen op nahouden (Decoutere, 2007; Gomez-Mejia et al., 2010). Zij zullen zowel nationaal als internationaal een lagere diversificatie hebben, ondanks het geconcentreerde bedrijfsrisico dat dit voor hen meebrengt. Bedrijfsdiversificatie brengt immers met zich mee dat extra schulden moeten worden aangegaan en hiervoor hebben familiebedrijven een afkeer, zoals hierboven werd aangehaald, vermits zij te allen tijde hun socio-emotionele rijkdom en dus de controle willen behouden (Mishra & McConaughy, 1999).

4.3 Besluit

Uit de voorgaande bespreking van de Pecking Order theorie en de Trade-Off theorie kan geconcludeerd worden dat er bij familiale ondernemingen een grote voorkeur bestaat voor interne financiering. Externe financiering brengt immers een groot risico op onderwaardering ten gevolge van asymmetrische informatie met zich mee. Familiebedrijven zullen bovendien steeds de controle willen behouden, wat enkel kan gegarandeerd worden indien gebruik wordt gemaakt van financiering met intern gegenereerde middelen. Bij de uitgifte van aandelen (extern eigen vermogen) zal er echter verwatering optreden van de bestaande aandelen, die grotendeels in het bezit zijn van de familie. Het aangaan van schulden (vreemd vermogen) verhoogt het risico op financiële moeilijkheden en een eventueel faillissement. Beide externe financieringsbronnen veroorzaken bijgevolg een (risico op) verlies van controle.

Op basis van deze conclusie kan de volgende hypothese vooropgesteld worden met betrekking tot het verschil dat er is in de keuze die familiebedrijven en niet-familiebedrijven maken tussen interne en externe financiering. Deze hypothese zal in de empirische studie van deze thesis getest worden aan de hand van een dataset van Belgische private bedrijven.

Hypothese 1: Belgische private familiebedrijven financieren meer met interne financieringsmiddelen dan Belgische private niet-familiebedrijven.

Hoofdstuk 5 De CEO in private familiebedrijven

Dit laatste hoofdstuk van de literatuurstudie verdiept zich in de laatste drie deelvragen die in deze thesis onderzocht worden. Hierin zal de rol bestudeerd worden die de positie van de CEO speelt in de financieringskeuzes, die gemaakt worden in private familiebedrijven. Er wordt, meer bepaald, eerst en vooral nagegaan of een CEO die lid is van de familie andere keuzes maakt dan een externe CEO. Vervolgens wordt gekeken wat bij een familiale CEO het effect is van CEO dualiteit en de generatie waartoe de CEO behoort op de financieringsbeslissingen.

5.1 Familiale versus externe CEO

In dit eerste deel van het vijfde hoofdstuk wordt er getracht te achterhalen wat de verschillen in houding zijn ten opzichte van externe financiering tussen een CEO die lid is van de familie en een externe CEO.

Eerder werd al vermeld dat familiebedrijven meer bezig zijn met familiale doelstellingen zoals het behoud van hun socio-emotionele rijkdom. Ze willen dus het risico op het verlies van de controle over de onderneming zo klein mogelijk houden, ook al verhoogt dit het risico voor de prestaties van deze bedrijven. Dit grotere risico op slechte bedrijfsprestaties is dan weer niet in het belang van de onderneming (Gomez-Mejia, Takacs Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson, Moyano-Fuentes, 2007). De geconcentreerde familiale eigendom zal er in deze ondernemingen immers voor zorgen dat de doelen van het bedrijf en de familie sterk verweven zijn. De familie zal echter nog meer invloed kunnen uitoefenen binnen de onderneming wanneer aan één van de familieleden de functie van CEO toegekend wordt (Anderson, Mansi en Reeb, 2003).

Romano et al. (2001) stellen dat in familiebedrijven de houding van de CEO's ten opzichte van externe financiering, zoals schuldfinanciering, van cruciaal belang zal zijn voor de financieringskeuzes die gemaakt worden. Deze houding wordt mede bepaald door het persoonlijk karakter van de CEO, zijn ervaringen in het verleden in verband met financieringsbeslissingen, zijn houding tegenover persoonlijk risico, zijn leeftijd en opleidingsniveau. Daarnaast zal voornamelijk de drang van de CEO om de controle te behouden een essentiële rol spelen (Romano et al., 2001; Vos et al., 2007). Dit verlangen om de controle niet uit handen te moeten geven is veel groter bij familiale CEO's. Leden van de familie stellen de familiale doelstellingen, waaronder het behoud van controle, voorop. Een familiale CEO zal bijgevolg meer gemotiveerd zijn om te handelen in functie van de familiale belangen en doelen dan een externe CEO van een familiebedrijf. Wat betreft de financieringskeuzes in de familiale bedrijven met een familielid aan het hoofd, zal de keuze bijgevolg in eerste instantie uitgaan naar financiering met interne middelen.

Bij de definiëring van verschillende conceptuele types van private familiebedrijven door Westhead en Howorth (2007) in paragraaf 2.2, werd bovendien al aangehaald dat er bij een overwegend extern management en dus meestal een externe CEO meer aandacht was voor financiële doelstellingen dan bij een familiale (interne) CEO. Er zal dan minder gefocust worden op de familiale doelen zoals het behoud van controle. Hierdoor zouden de externe CEO's minder avers zijn voor externe financiering, die een risico op het verlies van controle met zich meebrengen.

Bijgevolg kan voor de familiale CEO's in private familieondernemingen deze hypothese geformuleerd worden, die in de empirie zal onderzocht worden:

Hypothese 2: Wanneer de CEO van een Belgisch privaat familiebedrijf een lid is van de familie zal er meer gebruik gemaakt worden van interne financiering dan wanneer er een externe CEO aan het roer staat.

5.2 CEO dualiteit

In deze paragraaf wordt nagegaan wat het effect is van CEO dualiteit op de financieringsbeslissingen die genomen worden in private familieleden, indien de bedrijfsleiding in handen is van een familiale CEO.

Onder de term CEO dualiteit wordt verstaan dat de CEO van de onderneming eveneens de voorzitter van de raad van bestuur is. De raad van bestuur is een toezichhoudend orgaan dat controle uitoefent over het management en wordt gezien als een belangrijk governance mechanisme om het deugdelijk bestuur (ook wel corporate governance) van de onderneming te garanderen. Volgens Fama en Jensen (1983) hebben raden van bestuur de macht om de topmanagers die de beslissingen maken aan te stellen, te ontslaan en te vergoeden en om belangrijke beslissingen te controleren en goed te keuren. Deze raad zal dan ook bij voorkeur (gedeeltelijk) bestaan uit onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders.

Zoals reeds werd aangegeven in de probleemstelling, is in familiebedrijven het bestuur en management meestal gecompliceerder dan in andere ondernemingen. Een goede raad van bestuur met onafhankelijke, externe bestuurders is bijgevolg zeker niet overbodig in deze ondernemingen. Zo een onafhankelijke raad is zelfs eveneens nuttig in familiebedrijven met een lid van de familie aan het hoofd. Hoewel familiale managers - door hun meestal aanzienlijk aandeel in de eigendom van de familieonderneming en de familiale doelen die zij hoog in het vaandel dragen - normaal niet in hun eigenbelang zullen handelen, maken zij daarom immers nog niet altijd de beste keuzes; ook niet in hun financieringsbeslissingen. Als gevolg hiervan is het noodzakelijk dat de raad van bestuur de beslissingen van het management (de familie) in deze ondernemingen controleert. De

bestuurders zullen dus niet louter functioneren als klankbord in deze ondernemingen en een grotere rol vervullen dan enkel het adviseren van het management.

Wanneer echter de CEO het voorzitterschap van de raad van bestuur op zich neemt, zal de toegevoegde waarde van een raad waarin externe onafhankelijke bestuurders met een meer objectieve mening zetelen, grotendeels teniet gedaan worden. De CEO zal dan immers een grote autoriteit hebben en een centrale rol spelen bij het nemen van beslissingen (Allen & Berkley, 2003). Dit zal enerzijds voordelen hebben omdat de CEO goed geïnformeerd is over de onderneming, maar anderzijds zal hij ook steeds zijn mening doordrukken binnen de raad. Vooral indien het gaat om een familiale CEO, kan deze mening behoorlijk afwijken van deze van de bestuurders. De familiale CEO zal immers de familiale doelstellingen nastreven, terwijl de bestuurders – net zoals externe CEO's - meer oog hebben voor de niet-familiale (financiële) doelen. CEO dualiteit bij aanwezigheid van een familiale CEO zal dus zorgen dat er meer beslissingen genomen worden in functie van het behalen van de familiale doelstellingen, dan wanneer de familiale CEO niet de voorzitter van de raad is. De functie van de bestuurders zal immers erg beperkt zijn, waardoor deze beslissingen in veel mindere mate afgeremd worden door het controleorgaan.

Een familiale CEO zal, zoals vermeld in voorgaande paragraaf, te allen tijde de controle willen behouden. Dit zal gereflecteerd worden in de financieringskeuzes die hij maakt. Indien hij het voorzitterschap in de raad van bestuur op zich neemt, zullen deze keuzes bovendien ook goedgekeurd worden. Er kan bijgevolg vooropgesteld worden dat CEO dualiteit gecombineerd met een familiale CEO zorgt voor meer interne financiering dan indien er een familiale CEO is, maar een andere (onafhankelijke) bestuurder als voorzitter van de raad van bestuur.

Met betrekking tot het effect dat CEO dualiteit heeft op de verkozen financieringsbronnen, wanneer er een lid van de familie aan het hoofd staat van de onderneming, kan de onderstaande stelling aangenomen worden.

Hypothese 3: In een Belgische private familieonderneming zal CEO dualiteit, bij aanwezigheid van een familiale CEO, ervoor zorgen dat er meer interne financieringsbronnen worden aangewend. Er zal in deze situatie zelfs meer intern gefinancierd worden dan wanneer dit familielid enkel de rol van CEO vervult en de raad van bestuur een andere bestuurder als voorzitter heeft.

5.3 Oprichters versus volgende generaties familiale CEO's

Ten slotte wordt gekeken welk onderscheid kan gemaakt worden in de financieringskeuzes van familiale CEO's die de oprichters van de onderneming zijn en van degenen die al behoren tot de volgende generaties.

Tijdens de eerste generatie is er over het algemeen geen raad van bestuur aanwezig en neemt de eigenaar het volledige management op zich. De stichter hoeft bijgevolg tegen niemand verantwoording af te leggen. Hierdoor zullen de bedrijfsdoelen en bijgevolg de financieringsbeslissingen dan ook erg afhankelijk zijn van de preferenties van de CEO. In de eerste paragraaf van dit hoofdstuk werd al aangegeven, dat bij een familiale CEO de voorkeur uitgaat naar familiale doelen, zoals de minimalisatie van het risico op het verlies van controle. Dit heeft als resultaat dat er zoveel mogelijk met intern gegenereerde middelen gefinancierd wordt. Wanneer echter ook de tweede generatie erbij komt, zal men vaak genoodzaakt zijn toch een raad van bestuur aan te stellen als hulp bij het managen van de groei en de conflicten tussen de kinderen (Brenes, Madrigal, & Requena, 2011).

Algemeen kan er volgens Wen-Hsien et al. (2007) gesteld worden dat oprichters risicoverminderende beslissingen verkiezen om zo hun familierijkdom en prestige te behouden en dan ook over te dragen naar de volgende generaties. Ze zijn meer geïnteresseerd in overleven dan in groei. Het verlangen om de controle te behouden is bij hen sterk aanwezig, omwille van de grote gevolgen die het verlies van controle zou hebben voor zowel henzelf als voor de volgende generaties in de familie. Mishra & McConaughy (1999) konden dit ook concluderen uit hun studie en stelden, zoals ook al vermeld in hoofdstuk vier, dat in (publieke) familiebedrijven CEO's die de oprichter zijn, meer avers zijn voor het risico op het verlies van controle en bijgevolg minder schulden zullen aangaan dan volgende generaties familiale CEO's (en familiebedrijven met een externe CEO en niet-familiebedrijven). Stichters van familieondernemingen zullen, vermits ze graag de controle behouden, eveneens zeer terughoudend zijn tegenover aandelenkapitaal. Bijgevolg zal de eerste generatie zich vermoedelijk vooral wenden tot interne middelen.

Dit streven naar het behoud van controle zal, naar de mening van Blanco-Mazagatos, De Quevedo-Puente en Castrillo (2007), de capaciteit van de firma om middelen aan te trekken ernstig verkleinen. De lagere agency kosten moeten tijdens deze generatie compenseren voor het negatieve effect van de beperkte financiële structuur op de waarde van het bedrijf. Tijdens het bewind van volgende generaties (de opvolgers) wordt de financiële structuur wel meer uitgebreid, maar zullen vaak ook de agency kosten toenemen (Molly, Laveren, & Deloof, 2010).

Een toename van het aantal actieve en passieve familiale aandeelhouders na opvolgingen en dus de verspreiding van de eigendom kan bovendien leiden tot hogere dividenduitkeringen en dus minder herinvesteringen van ingehouden winsten (Molly et al., 2010).

De overgang van de eerste naar de tweede generatie heeft een negatieve invloed op de schuldratio van het bedrijf. Men wil vermijden een kapitaalstructuur te verkrijgen met een te hoge schuldgraad en er is een grotere risico-aversie; men verkiest vermogensbehoud boven verdere vermogenscreatie. Tijdens opvolgingen tussen latere generaties is het effect op de schuldfinanciering dan weer net omgekeerd, positief dus (Molly et al., 2010). Zo stellen Voordeckers et al. (2007) dat familiebedrijven in de derde generaties al minder gefocust zijn op de familiale doelstellingen. Dit zou wijzen op een kleinere aversie voor schulden en externe financiering in het algemeen.

In de literatuur wordt ook aangegeven dat de leeftijd van de onderneming en dus de fase in de bedrijfslevenscyclus, waarin het bedrijf zich bevindt, van invloed is op de gemaakte financieringsbeslissingen. Zo zullen oudere ondernemingen die niet veel groeien en waar men graag de controle behoudt meer schulden en familieleningen aangaan; terwijl jonge bedrijven die snel groeien eerder kiezen voor extern eigen vermogen en ingehouden winsten (Punie, 2009; Romano et al., 2001). Jonge familiebedrijven zullen, vanwege hun heel sterke voorkeur voor het behoud van controle, voornamelijk terugvallen op ingehouden winsten, dus interne financiering. De oudere, verder ontwikkelde familieondernemingen zullen ook wat schulden aangaan. Vermits de leeftijd zeer sterk samenhangt met de generatie waarin het bedrijf zich bevindt, kan dus gesteld worden dat eerdere generaties meer intern financieren.

Tot slot is er volgens Kelly, Athanassiou en Crittenden (2000) een grote kans dat de oprichter van een familiebedrijf een unieke invloed op het topmanagement en de bedrijfsstrategie heeft en dus een centrale rol speelt bij het nemen van beslissingen. Daarenboven merken zij op dat in vele familiebedrijven de stichter, zelfs na zijn ambtstermijn en vaak zijn dood, nog steeds die invloed uitoefent. De familieleden van de volgende generaties zullen dan nog steeds refereren naar de visie en principes van de stichter bij het nemen van strategische beslissingen. Hierdoor zou dan weer eventueel het verschil in financieringsbeslissingen tussen de stichters en de volgende generaties niet zo groot kunnen zijn.

Over het algemeen kan uit de literatuur dus deze laatste te testen hypothese afgeleid worden:

Hypothese 4: Een oprichter van een Belgisch privaat familiebedrijf maakt meer gebruik van interne financieringsvormen dan een familiale CEO die al tot een volgende generatie behoort.

Deel III Empirisch onderzoek

Nu de literatuurstudie afgerond is, waarin onder meer de vijf deelvragen behandeld werden, zal via empirisch onderzoek getracht worden antwoorden te vinden op vier van deze deelvragen en zo ook op de centrale onderzoeksvraag. Deze empirisch te onderzoeken vragen werden reeds in paragraaf 1.2 aangegeven.

In het zesde hoofdstuk wordt de gebruikte methodologie besproken, waarbij er aandacht is voor de dataset en de variabelen. Verder wordt ingegaan op de verwerking van de gegevens, die voorafgaat aan de eigenlijke analyses. Deze regressieanalyses worden vervolgens uitgevoerd en de resultaten hiervan worden uiteengezet in hoofdstuk zeven.

Hoofdstuk 6 Methodologie

6.1 Dataset

De dataset voor dit onderzoek bestaat uit een steekproef van 840 Belgische private ondernemingen; zowel familiale als niet-familiale. Geen van de bedrijven is dus beursgenoteerd. De gegevens van deze bedrijven zijn enerzijds afkomstig van de Bel-First DVD en anderzijds van een enquête die bij deze ondernemingen werd uitgevoerd in 2001. De Bel-First DVD is een financiële database die wordt uitgegeven door Bureau van Dijk Electronic Publishing en door de Universiteit Hasselt ter beschikking wordt gesteld. Deze wordt in dit onderzoek voornamelijk gebruikt voor de jaarrekeninggegevens van deze bedrijven. Hieruit kunnen onder meer de door hen gehanteerde financieringsmethoden worden afgeleid. Verder zijn ook de gegevens omtrent CEO dualiteit afkomstig van deze database. De data uit de enquête geven bijkomende informatie over deze ondernemingen. Deze informatie heeft betrekking op de CEO, de eigendomsstructuur en dergelijke meer.

6.2 Variabelen

De variabelen waarvan in deze studie gebruik gemaakt wordt, kunnen in drie soorten onderverdeeld worden, namelijk afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen. Aan de hand van deze variabelen is het mogelijk de hypothesen, die in voorgaand hoofdstuk besproken werden, te testen.

6.2.1 Afhankelijke variabele

De **interne financiering** wordt in dit onderzoek gekozen als afhankelijke variabele. Er zal immers nagegaan worden wat de invloed van bepaalde factoren is op deze financieringsmethode. Onder

interne financiering, ook wel autofinanciering, worden de middelen verstaan die door de onderneming zelf gegenereerd worden en daarna ook ter beschikking gehouden worden van het bedrijf; zoals eerder vermeld werd. De middelen die uitgekeerd werden als dividend behoren hier dus niet toe. De interne financiering die een bedrijf aanwendt in een bepaalde periode, komt bijgevolg overeen met het gedeelte van de groei in totale activa dat toe te schrijven is aan de winsten die werden ingehouden (verandering in totale ingehouden winsten) in die periode. Het overige gedeelte van de verandering in totale activa komt voort uit de externe financiering, namelijk de uitgegeven aandelen (verandering in extern eigen vermogen) en de schulden die aangegaan zijn (verandering in vreemd vermogen) tijdens die periode (Baker & Wurgler, 2002; Fama & French, 2005).

De eerste proxy (**Int fin 1**), die in deze empirische studie wordt gebruikt voor de afhankelijke variabele, definieert de interne financiering dan ook als volgt:

$$\text{Interne financiering} = \left(\frac{(\Delta \text{ ingehouden winsten})/\text{totale activa}}{(\Delta \text{ totale activa})/\text{totale activa}} \right) \frac{\Delta \text{ ingehouden winsten}}{\Delta \text{ totale activa}}$$

Met ingehouden winsten wordt de som van de totale overgedragen winst, reserves en herwaarderingsmeerwaarden bedoeld. Deze drie waarden kunnen in de balans afgelezen worden. In deze verhouding wordt gewerkt met gemiddelde veranderingen in de ingehouden winsten en totale activa over drie boekjaren (2001 tot en met 2003):

$$\text{Interne financiering} = \frac{(\text{ingehouden winsten (2003)} - \text{ingehouden winsten (2001)})/2}{(\text{totale activa (2003)} - \text{totale activa (2001)})/2}$$

Er wordt met andere woorden gekeken hoeveel er gemiddeld per jaar intern gefinancierd werd in de periode 2002-2003. Op deze manier wordt er eerder een trend weergegeven van de interne financiering in de bedrijven en niet een éénmalige gebeurtenis.

Vermits er in de eerste proxy geen rekening wordt gehouden met de hoeveelheid winst die er door de onderneming gegenereerd werd en dus kan worden aangewend, wordt er nog een tweede proxy (**Int fin 2**) opgenomen:

$$\text{Interne financiering} = \frac{\text{overgedragen winst van het boekjaar}}{\text{winst van het boekjaar}}$$

Deze proxy geeft de winsthouding van de onderneming weer. Hier wordt gewerkt met de gemiddelde winst en overgedragen winst van twee boekjaren (2002 en 2003):

$$\text{Interne financiering} = \frac{(\text{overgedragen winst van 2002} + \text{overgedragen winst van 2003})/2}{(\text{winst van 2002} + \text{winst van 2003})/2}$$

6.2.2 Onafhankelijke variabelen

In de analyses wordt onderzoek verricht naar verschillende onafhankelijke variabelen. Er zal nagegaan worden wat de invloed is die deze primaire variabelen uitoefenen op de afhankelijke variabele.

Een eerste variabele die wordt onderzocht is **Familiebedrijf (Fambedr)**, die aangeeft welke bedrijven familiebedrijven zijn. Dit is een binaire variabele die de waarde één aanneemt als het om een familiebedrijf gaat en nul bij een niet-familiaal bedrijf. Zoals uit de literatuurstudie naar voren kwam, bestaat er geen éénduidige definitie van een familiebedrijf. In deze studie wordt een familiebedrijf gedefinieerd als een bedrijf dat door de CEO gezien wordt als een familiebedrijf en waar één familie vijftig procent of meer van alle aandelen in bezit heeft. Deze criteria zijn dezelfde als degenen waarvan Stockmans et al. (2010) gebruik maakten in hun studie.

De variabele Familiebedrijf zal opgenomen worden bij het onderzoeken van de verschillen (in interne financiering) tussen familiale en niet-familiale bedrijven. Hierbij zal dus gebruik gemaakt worden van de volledige dataset die zowel de familiebedrijven als niet-familiebedrijven omvat. De primaire onafhankelijke variabelen die hieronder worden beschreven, worden enkel onderzocht binnen de subgroep van de familiebedrijven.

Familiale CEO (FamCEO) is één van de variabelen die wordt gebruikt bij het analyseren van de familiebedrijven. Bij deze binaire variabele staat de waarde één voor een familiebedrijf met een CEO die lid is van de familie. Een nul wijst erop dat in de familieonderneming een externe CEO aan het hoofd staat.

De variabele **CEO dualiteit (CEOdual)** kan ook enkel de waarden nul en één aannemen. Eén duidt op de aanwezigheid van CEO dualiteit in de familieonderneming. Bij een waarde nul zal de CEO van deze onderneming niet eveneens de voorzitter van de raad van bestuur zijn. Deze variabele wordt in het onderzoek enkel opgenomen in de vorm van de interactieterm **Familiale CEO*CEO dualiteit (FamCEO*CEOdual)**. Deze variabele zal enkel de waarde één aannemen wanneer er een familiale CEO aan het hoofd staat die daarenboven ook de voorzitter is van de raad van bestuur.

Tot slot zijn er nog drie binaire variabelen **Generatie 1 (GEN1)**, **Generatie 2 (GEN2)** en **Generatie 3⁺ (GEN3⁺)**. GEN1 heeft als waarde één indien de familieonderneming nog tot de eerste generatie behoort en de stichter dus nog actief betrokken is bij het beleid. De waarde nul wijst erop dat het bedrijf al overgedragen is aan een volgende generatie. Bij de variabele GEN2 hebben enkel de bedrijven met een CEO van de tweede generatie de waarde één. Voor GEN3⁺ is enkel de waarde één terug te vinden in het geval dat het bedrijf al in handen is van de derde of een nog hogere generatie. Wanneer er in een familiebedrijf twee verschillende generaties samen nog actief zijn bij de beleidsvoering, is er gekozen om deze te categoriseren onder de laagste

generatie van beide. Deze drie variabelen (GEN1, GEN2 en GEN3⁺) worden zelf niet onderzocht, maar enkel gebruikt bij het aanmaken van drie interactietermen die wel voorkomen in de studie. Het gaat hier respectievelijk om de binaire interactievariabelen **Familiale CEO*Generatie 1 (FamCEO*GEN1)**, **Familiale CEO*Generatie 2 (FamCEO*GEN2)** en **Familiale CEO*Generatie 3⁺ (FamCEO*GEN3⁺)**. FamCEO*GEN1 neemt enkel de waarde één aan wanneer er in het familiebedrijf een familiale CEO aanwezig is, die tevens de oprichter is. Een nul wijst erop dat niet aan deze twee voorwaarden is voldaan. Een één bij FamCEO*GEN2 wil zeggen dat er een lid van de familie aan het hoofd staat dat reeds tot de tweede generatie behoort. Familiebedrijven die al tot de derde of een hogere generatie behoren en bestuurd worden door een familiale CEO vertonen de waarde één voor de variabele FamCEO*GEN3⁺.

6.2.3 Controlevariabelen

Controlevariabelen zijn – in tegenstelling tot de primaire onafhankelijke variabelen - onafhankelijke variabelen waarnaar geen onderzoek wordt uitgevoerd. Zij zijn echter meestal gecorreleerd met andere onafhankelijke variabelen en oefenen wel een invloed uit op de afhankelijke variabele. Het niet opnemen van de controlevariabelen kan zorgen voor omitted variable bias, waardoor de resultaten een aanzienlijk vertekend beeld geven (Stock & Watson, 2007). In deze studie worden volgende controlevariabelen opgenomen.

De **Leeftijd** van de onderneming wordt bepaald door het aantal jaren na oprichting. Deze wordt dus als volgt berekend:

Leeftijd = laatste boekjaar dat gebruikt wordt in de studie (2003) - jaar van oprichting

Verder wordt in alle regressies gebruik gemaakt van nog drie andere controlevariabelen. Deze zijn niet éénzijdig te definiëren. Bijgevolg worden in enkele belangrijke regressies voor elk van deze variabelen meerdere proxy's opgenomen, die de variabele op een andere manier meten. Dit verhoogt de betrouwbaarheid van het onderzoek.

Om de **Winstgevendheid** van de bedrijven te bepalen, worden twee proxy's gebruikt, namelijk **ROA** (Return on assets) en **ROCE** (Return on capital employed). ROA geeft de rentabiliteit van het totale vermogen na belastingen en wordt als volgt gedefinieerd:

$$ROA = \frac{\text{netto winst}}{\text{totale activa}}$$

Deze ratio is dus een weergave van de hoeveelheid winst die de onderneming kan genereren per euro geïnvesteerde activa (Palepu, Healy, & Peek, 2010).

ROCE is een gelijkaardige rentabiliteitsratio en wordt als volgt gedefinieerd (McLaney & Atrill, 2008):

$$\text{ROCE} = \frac{\text{netto winst vóór intresten en belastingen}}{\text{aandelenkapitaal} + \text{reserves} + \text{verplichtingen op lange termijn}}$$

Beide proxy's geven de winstgevendheid weer van het laatste boekjaar, namelijk 2003.

Voor de variabele **Grootte**, die de bedrijfsgrootte weergeeft, zijn eveneens twee verschillende proxy's voorzien. De eerste proxy is het gemiddeld **Werknemersaantal (WN)** in het laatste boekjaar (2003). Deze geeft het totaal aantal werknemers dat gemiddeld gedurende dit jaar werd tewerkgesteld in de onderneming. Daarnaast wordt gebruik gemaakt van het **Totaal der activa (TA)** in 2003. Dit is het balanstotaal dat op het einde van dit boekjaar kan afgelezen worden uit de jaarrekening van de onderneming.

De **Groei** die de bedrijven gerealiseerd hebben in het laatste boekjaar (2003) kan onder meer bepaald worden door de **Groei in het werknemersaantal (WNgroei)** of de **Groei in het totaal der activa (TAgroei)** in dit boekjaar. De groei in het gemiddeld aantal werknemers wordt gemeten door de verandering tussen de twee laatste boekjaren in het totaal aantal werknemers dat gemiddeld tewerkgesteld werd tijdens deze twee jaren. Deze proxy wordt berekend op de volgende manier:

$$\text{WNgroei} = \frac{\Delta \text{WN}}{\text{WN}} = \frac{\text{WN (2003)} - \text{WN (2002)}}{\text{WN (2002)}}$$

TAgroei is de verandering tussen de boekjaren 2002 en 2003 in het balanstotaal op het einde van deze boekjaren en wordt weergegeven door onderstaande formule:

$$\text{TAgroei} = \frac{\Delta \text{TA}}{\text{TA}} = \frac{\text{TA (2003)} - \text{TA (2002)}}{\text{TA (2002)}}$$

De laatste controlevariabele **Generatie (GEN)** wordt enkel opgenomen in de regressies die betrekking hebben op de generatie waartoe de familiale CEO behoort. Generatie is een categorische variabele die drie verschillende waarden kan aannemen, namelijk één, twee en drie. Hierbij staat 'één' voor een familiebedrijf waarin de oprichter nog actief betrokken is bij het beleid. Een 'twee' wijst erop dat de familieonderneming al in handen is van de tweede generatie, dus degenen die de oprichter opgevolgd hebben. Ten slotte bevat de laatste categorie alle familiebedrijven die geleid worden door de derde of een nog latere generatie.

6.3 Verwerking van de data

De dataset van Belgische private bedrijven zal onderzocht worden aan de hand van de variabelen die in bovenstaande paragraaf beschreven werden. Deze empirische studie wordt uitgevoerd met

behulp van het softwareprogramma STATA. Alvorens kan overgegaan worden tot de echte analyses moeten de data echter eerst nog verwerkt worden.

6.3.1 Ontbrekende en onwaarschijnlijke waarden

Allereerst worden bedrijven met ontbrekende waarden verwijderd uit de dataset. Uit de volledige steekproef van 840 Belgische private familie- en niet-familiebedrijven worden de bedrijven gehaald waarvan bepaalde waarden niet gegeven zijn. Het gaat hier om gegevens met betrekking tot sommige controlevariabelen of cijfers die nodig zijn bij de berekening van de interne financiering zoals de overgedragen winst. Hierna blijft er nog een steekproef van 422 bedrijven over, waaronder 312 familiebedrijven en 110 niet-familiebedrijven.

Vervolgens wordt er een afzonderlijke dataset aangemaakt die enkel de subgroep van de resterende familiebedrijven omvat. Binnen deze subgroep zullen immers specifieke regressies uitgevoerd worden. Daarenboven worden in deze regressies andere onafhankelijke variabelen opgenomen dan de variabele Familiebedrijf die voor de totale groep bedrijven getest wordt. Voor bepaalde van deze variabelen, zoals onder meer CEO dualiteit, zijn er ook ontbrekende observaties die zorgen voor extra te verwijderen ondernemingen. Bovendien hebben sommige van die onafhankelijke variabelen onwaarschijnlijke waarden. Bepaalde gegevens zijn namelijk afkomstig van een enquête, zoals eerder vermeld. Hierbij hadden de respondenten soms ook 'niet van toepassing' als antwoordmogelijkheid. Dit heeft tot enkele onwaarschijnlijke antwoorden geleid bij bijvoorbeeld de vraag 'Welke generatie is op dit moment actief betrokken bij het beleid?'. Nadat alle familiebedrijven met ontbrekende en onwaarschijnlijke waarden voor bepaalde variabelen verwijderd zijn uit de subgroep, telt deze dataset 287 familiale ondernemingen.

Het is belangrijk op te merken dat door de voorgaande eliminaties de bedrijven uit de financiële sector ook al automatisch verdwenen zijn. Deze ondernemingen hebben immers specifieke kenmerken, zeker wat betreft hun financiering. Volgens Flannery (1994) hebben zij onder meer een ongewoon hoge schuldgraad. Dit zou kunnen leiden tot vertekende resultaten, wanneer zij worden opgenomen in het onderzoek.

Tot slot worden er nog twee extra datasets gecreëerd die louter voor de sensitiviteitsanalyse gebruikt zullen worden. Vermits in bovenstaande gegevensbestanden eveneens de bedrijven opgenomen zijn die verlies gemaakt hebben in de onderzochte boekjaren (2002 en 2003), is het immers nuttig te controleren wat het effect is op de resultaten, indien de analyse gebeurt zonder deze ondernemingen. Dit zal nagegaan worden in die sensitiviteitsanalyse. De eerste dataset die hiervoor gebruikt zal worden, is deze met zowel de familiale als niet-familiale bedrijven, waaruit naast de ondernemingen met ontbrekende waarden ook deze die een verlies geboekt hebben in 2002 of 2003 geëlimineerd worden. Zo wordt een bestand verkregen met nog 222 bedrijven. Voor

de subgroep van de familieondernemingen wordt hetzelfde gedaan en blijft er een dataset met 141 familiale bedrijven over.

6.3.2 Logaritmische transformatie

Nadat de procedure, beschreven in de voorgaande paragraaf, doorlopen is, worden de verschillende variabelen van naderbij bestudeerd.

Als eerste wordt er nagegaan of de continue variabelen normaal verdeeld zijn. De binaire variabelen en de categorische variabele Generatie worden hierbij buiten beschouwing gelaten, vermits deze respectievelijk enkel de waarden nul of één en één, twee of drie kunnen aannemen. De verdeling van de variabelen kan achterhaald worden aan de hand van de dichtheidsfunctie ervan. Ter illustratie wordt de verdeling van de variabele Werknemersaantal (WN) weergegeven in de eerste figuur van bijlage 1. Deze variabele blijkt scheef verdeeld te zijn, waardoor het aangewezen is een logaritmische transformatie toe te passen op deze variabele. Dit betekent dat de natuurlijke logaritme (\ln) wordt genomen van de variabele WN ($\ln WN$). Hierdoor zal de scheve verdeling omgezet worden in een normale. In het onderzoek zal voortaan steeds gewerkt worden met de waarden van $\ln WN$. De dichtheidsfunctie van de variabele $\ln WN$ is eveneens terug te vinden in bijlage 1 (tweede figuur). Hierop is duidelijk te zien dat deze variabele, in tegenstelling tot WN, wel normaal verdeeld is. Verder zorgt een logaritmische transformatie ook bij de variabelen TA, Leeftijd, Int fin 1 en Int fin 2 voor een meer normale verdeling.

De figuur opgenomen in bijlage is gegenereerd op basis van de gegevens uit de volledige dataset met zowel familie- als niet-familiebedrijven. Wanneer gewerkt wordt met de subgroep van enkel de familiebedrijven (of met de twee datasets zonder de ondernemingen met verlies in 2002 of 2003) kan men ook concluderen dat er best gewerkt wordt met $\ln WN$. Dit geldt eveneens voor de andere vier variabelen.

De logaritmische transformatie zorgt ervoor dat grote schommelingen in de observaties worden vermeden en de zo nieuw gecreëerde variabelen normaal verdeeld zijn (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010). Bovendien kunnen, door het nemen van de logaritme, de veranderingen in die nieuwe variabelen in percentages worden uitgedrukt (Stock & Watson, 2007). Tot slot dient opgemerkt te worden dat de logaritme enkel kan genomen worden van positieve waarden (Stock & Watson, 2007). Bijgevolg worden, door het nemen van de natuurlijke logaritme van de twee proxy's voor de afhankelijke variabele Interne financiering, de bedrijven met een negatieve interne financiering (die vaak ook grote absolute waarden aanneemt) buiten beschouwing gelaten in deze studie. Observaties met negatieve waarden voor WN, TA of Leeftijd worden evenmin opgenomen, wanneer de regressie deze variabelen bevat.

6.3.3 Uitschieters

In deze paragraaf wordt onderzocht of de variabelen uitschieters, dit wil zeggen ongewoon hoge of lage waarden, vertonen bij bepaalde observaties. Indien dit het geval is, zullen deze bedrijven uit de dataset verwijderd worden. Als eerste wordt de dataset met 422 familiale en niet-familiale ondernemingen bestudeerd. Met behulp van STATA worden voor elk van de continue variabelen (LnInt fin 1, LnInt fin 2, ROA, ROCE, LnWN, LnTA, WNgroei, TAgroei en LnLeeftijd) het eerste (25 procent) en derde (75 procent) kwartiel weergegeven. Op basis van deze gegevens kunnen de uitschieters bepaald worden.

In dit onderzoek wordt verkozen om enkel de extreme uitschieters weg te laten. Bijgevolg wordt de vuistregel gehanteerd dat alle waarden, die groter zijn dan het derde kwartiel vermeerderd met drie keer de interkwartielafstand of kleiner zijn dan het eerste kwartiel verminderd met drie keer de interkwartielafstand, als uitschieter geclassificeerd worden (Janssen, Litière, & Dierckx, 2008). De interkwartielafstand wordt gedefinieerd als het verschil tussen het derde en eerste kwartiel. Met het eerste kwartiel wordt de waarde bedoeld waar een kwart van de gegevens voor ligt. Het derde kwartiel is de waarde waarvoor drie kwart van de gegevens gelegen is (Janssen et al., 2008).

Voor elk van de variabelen worden op deze manier de uitschieters geïdentificeerd en de bijhorende bedrijven verwijderd uit de dataset. Uiteindelijk blijft een dataset bestaande uit 357 familie- en niet-familiebedrijven over. Hiermee zullen de regressies betreffende de verschillen (in interne financiering) tussen familiale en niet-familiale ondernemingen uitgevoerd worden. Bij de dataset van de subgroep met enkel familieondernemingen wordt op exact dezelfde wijze te werk gegaan en wordt deze herleidt tot 247 familiale bedrijven.

De twee extra datasets, waaruit de bedrijven met een verlies in het boekjaar 2002 of 2003 geweest zijn, worden op deze manier herleidt tot een steekproef met 204 familie- en niet-familiebedrijven en een substeekproef met 120 familiebedrijven.

6.3.4 Heteroskedasticiteit en multicollineariteit

De data zijn nu helemaal verwerkt en er kan overgegaan worden tot het uitvoeren van de analyses. Bij de regressieanalyses is het echter belangrijk dat gebruik gemaakt wordt van robuuste standaardfouten. Dit zorgt ervoor dat de resultaten ook betrouwbaar zijn indien er heteroskedasticiteit in de foutterm aanwezig is. Dit wil zeggen dat de variantie in de foutterm geen constante is, maar afhankelijk is van de observaties van de onafhankelijke variabelen (Stock & Watson, 2007).

Tot slot dient ook het probleem van mogelijke multicollineariteit aangehaald te worden. Dit kan immers ook tot vertekening van de regressieresultaten leiden. Hierbij moet een onderscheid gemaakt worden tussen perfecte en imperfecte multicollineariteit.

Perfekte multicollineariteit betekent dat één van de onafhankelijke variabelen perfect gecorreleerd is met de andere onafhankelijke variabelen en maakt de schatting van het regressiemodel onmogelijk. Een belangrijke oorzaak van dit probleem is het gebruik van meerdere binaire variabelen, ook wel dummy's, als onafhankelijke variabelen. Dit zal leiden tot perfecte multicollineariteit indien elke observatie in de dataset onder één enkele categorie valt en de regressie alle dummy's en een constante bevat. Deze zogenaamde 'dummy variable trap' kan opgelost worden door één binaire variabele weg te laten, wat ook automatisch door STATA zou gedaan worden in deze situatie. De coëfficiënten van de opgenomen binaire variabelen zullen dan het extra effect weergeven van het behoren tot die categorie ten opzichte van de weggelaten categorie, indien de andere onafhankelijke variabelen constant gehouden worden (Stock & Watson, 2007).

Dit probleem komt in dit onderzoek echter niet voor. De enige situatie waarin dit zich zou voordoen is wanneer de binaire variabelen GEN1, GEN2 en GEN3⁺ samen zouden worden opgenomen. Deze worden echter enkel in de vorm van de interactietermen FamCEO*GEN1, FamCEO*GEN2 en FamCEO*GEN3⁺ gebruikt in de regressies. Bij deze dummy's is het niet zo dat elke observatie uit de dataset onder een categorie valt en is er dus geen sprake van perfecte multicollineariteit.

Imperfecte multicollineariteit doet zich voor wanneer twee of meer regressors sterk, maar niet perfect, gecorreleerd zijn, dit wil zeggen dat er een lineaire functie van de onafhankelijke variabelen is die sterk gecorreleerd is met een andere onafhankelijke variabele. Hierdoor zal de schatting van de regressies niet onmogelijk zijn, maar zullen wel de coëfficiënten van tenminste één regressor onjuist zijn (Stock & Watson, 2007).

Om het bestaan van dit probleem op te sporen wordt de correlatiematrix bestudeerd, die de correlaties tussen de verschillende variabelen weergeeft in de vorm van correlatiecoëfficiënten. Een correlatiecoëfficiënt neemt altijd een waarde tussen min één en één aan. Min één duidt op een perfecte negatieve lineaire associatie tussen de twee variabelen, terwijl één een perfecte positieve lineaire associatie aangeeft (Janssen et al., 2008). Volgens Hair et al. (2010) kan men al spreken van multicollineariteit vanaf een waarde van 0,7 (of -0,7). In het volgende hoofdstuk zullen er correlatiematrices gegenereerd worden en kan gekeken worden of zich collineariteit voordoet tussen de verschillende onafhankelijke variabelen die tegelijkertijd worden opgenomen in een regressie.

Een alternatieve manier om te controleren of er sprake is van imperfecte multicollineariteit bestaat erin te kijken naar de variance inflation factor (VIF) van de variabelen bij elke uitgevoerde regressie. Deze VIF is een "indicator van het effect dat andere onafhankelijke variabelen hebben op de standaardfout van een regressiecoëfficiënt" (Hair et al., 2010, p. 161). Hierbij geldt dat er geen probleem is zolang deze waarden de drempel van tien niet overschrijden. Dit zal ook bij de regressies in het volgende hoofdstuk geverifieerd worden.

Hoofdstuk 7 Empirische resultaten

In dit zevende hoofdstuk wordt overgegaan tot de uitvoering van de analyses. Het gaat hier om een cross-sectionele studie, vermits de gebruikte dataset gegevens bevat over verschillende bedrijven (entiteiten) voor één enkele tijdsperiode (Stock & Watson, 2007). Er wordt immers gewerkt met de data van het boekjaar 2003 voor de meeste variabelen en verder met gemiddelden en gemiddelde veranderingen over verschillende boekjaren. Er wordt niet gewerkt met de afzonderlijke gegevens van de bedrijven voor verscheidene jaren, zoals bij paneldata.

Eerst zal er empirisch onderzoek verricht worden in de totale dataset, die zowel familie- als niet-familieondernemingen bevat. Hierbij wordt eerst een beschrijvende analyse uitgevoerd van de bedrijven en de variabelen. Dan volgt de regressieanalyse waarin het verschil in interne financiering wordt bestudeerd tussen de familiale en de niet-familiale bedrijven. Daarna wordt in een kleine sensitiviteitsanalyse nagegaan wat het effect is op de resultaten, indien de bedrijven met een verlies in de boekjaren 2002 of 2003 worden weggelaten.

In het tweede deel van de empirische studie worden analyses uitgevoerd binnen de subgroep van de familieondernemingen. Er wordt weer gestart met een analytische beschrijving, gevolgd door verscheidene multivariate regressies. Een korte sensitiviteitsanalyse vormt de afsluiter van het empirische gedeelte.

7.1 Onderzoek bij familie- en niet-familiebedrijven

Er wordt dus van start gegaan met een onderzoek binnen de volledige dataset van 357 familie- en niet-familiebedrijven. Al deze bedrijven zijn gevestigd in België en geen enkel is beursgenoteerd, zoals eerder werd aangehaald. Onderstaande analyses hebben tot doel te achterhalen of private familieondernemingen meer intern financieren dan private niet-familieondernemingen. Zo wordt dus getracht een antwoord te vinden op de centrale onderzoeksvraag.

7.1.1 Beschrijvende analyse

7.1.1.1 Beschrijvende analyse van de bedrijven

In deze totale dataset is er een ongelijke verdeling in het aantal aanwezige familiale en niet-familiale ondernemingen. De familiebedrijven zijn met 272 bedrijven beduidend meer vertegenwoordigd dan de niet-familiebedrijven, die slechts 85 observaties tellen (tabel 2). Er kan dus gesteld worden dat de steekproef een goede representatie is van de werkelijke populatie, vermits in België ongeveer 70 procent van de bedrijven ook in handen zijn van een familie.

Tabel 2: Frequentietabel familiebedrijven en niet-familiebedrijven

	Frequentie	Percentage
Familiebedrijf	272	76,190
Niet-familiebedrijf	85	23,810
Totaal	357	100

Met familiebedrijven worden de bedrijven bedoeld die de waarde één aannemen bij de variabele Familiebedrijf. Dit betekent dus dat ze door hun CEO gezien worden als een familiebedrijf en één familie minstens vijftig procent van het totaal aantal aandelen bezit.

7.1.1.2 Beschrijvende analyse van de variabelen

De analytische beschrijving van de gebruikte variabelen bestaat uit de bespreking van een aantal kengetallen en de studie van de correlaties tussen de verschillende variabelen.

Om te beginnen wordt een univariate analyse uitgevoerd, waarbij per variabele enkele belangrijke kengetallen beschreven worden. Voor elke variabele worden in onderstaande tabel (tabel 3) twee centrummaten (mediaan en gemiddelde), de standaardafwijking en het minimum en maximum gegeven. Zo kan er bijvoorbeeld afgelezen worden dat in de gebruikte dataset de onderneming met het grootste aantal werknemers in dienst een lnWN heeft van 7,7324. Dit komt overeen met 2281 werknemers (berekend via de formule $e^{\ln(x)}=x$).

Uit deze tabel kan afgelezen worden dat de gemiddelde waarden meestal niet erg afwijken van de middelste waarden (de medianen). De gemiddelden worden dus niet sterk beïnvloed door zware staarten of extreme waarden. Dit is gedeeltelijk te verklaren door het verwijderen van de uitschieters uit de steekproef. Hierdoor nemen ook de minima en maxima geen extreme waarden aan.

Er dient evenwel opgemerkt te worden dat voor de variabelen Int fin 1 en Int fin 2 de negatieve uitschieters wel nog opgenomen zijn. In het gegevensbestand zijn immers enkel de uitschieters van lnInt fin 1 en lnInt fin 2 verwijderd, vermits met deze variabelen wordt gewerkt in de regressieanalyses. De natuurlijke logaritme kan echter enkel van positieve getallen genomen worden, waardoor deze variabelen alleen voor positieve waarden van Int fin 1 en Int fin 2 zijn aangemaakt.

Ter vergelijking zijn in bijlage 2 (eerste tabel) de kengetallen weergegeven van de steekproef waaruit de uitschieters nog niet verwijderd zijn. Hier is er een grotere spreiding in de waarden van de variabelen terug te vinden.

Tabel 3: Kengetallen

Variabele	Mediaan	Gemiddelde	Std. Dev.	Minimum	Maximum
Int fin 1	0,1367	0,1179	4,1648	-45,5732	35,3242
Int fin 2	0,9049	-6,6573	100,2621	-1790,465	23,2139
lnInt fin 1	-1,1803	-1,3837	1,4105	-5,4663	3,5646
lnInt fin 2	0	-0,1691	1,2494	-4,1153	3,1448
Fambedr	1	0,7619	0,4265	0	1
ROA	1,2	2,3721	7,4746	-22,27	26,6
ROCE	7,67	9,8554	15,9539	-49,59	64,95
lnWN	2,7726	2,9732	1,1728	0,6931	7,7324
lnTA	13,4369	12,5877	2,3026	6,4473	16,3182
WNgroei	0	-0,0193	0,1337	-0,5	0,4138
TAgroei	-0,0068	0,0033	0,1611	-0,5125	0,6048
lnLeeftijd	3,1355	3,1392	0,4780	2,3026	4,4308

In het vervolg van de beschrijvende analyse worden de gemiddelden voor de variabelen opnieuw berekend en weergegeven. Hierbij wordt nu echter een opsplitsing gemaakt tussen de waarden die voorkomen bij de familiebedrijven enerzijds en deze bij de niet-familiebedrijven anderzijds. Dit maakt het mogelijk te onderzoeken of er belangrijke verschillen op te merken zijn tussen deze twee groepen met betrekking tot bepaalde variabelen.

Uit tabel 4 kan geconstateerd worden dat, voor beide proxy's voor Interne financiering en eveneens voor de natuurlijke logaritmes hiervan, waarvan in deze studie gebruik wordt gemaakt (lnInt fin 1 en lnIntfin 2), de familiebedrijven een hogere gemiddelde waarde hebben. De familieondernemingen in deze steekproef financierden in de onderzochte periode (2002-2003) dus gemiddeld meer intern dan de niet-familieondernemingen. De verwachtingen worden hier dus bevestigd. Verder vertonen de familiale bedrijven hogere gemiddelden voor beide proxy's van groei en voor totale activa. Deze bedrijven blijken in deze steekproef ook al net iets langer te bestaan. Wat betreft winstgevendheid scoren de niet-familiale ondernemingen gemiddeld beter.

Daarnaast wordt een t-test uitgevoerd, die nagaat of de waargenomen verschillen in de gemiddelden voor de variabelen tussen de twee groepen (familiebedrijven versus niet-familiebedrijven) significant zijn. Bij deze test worden de volgende twee hypothesen getoetst (Stock & Watson, 2007):

$$H_0: \mu_0 - \mu_1 = 0 \text{ versus } H_a: \mu_0 - \mu_1 \neq 0$$

Hierbij stelt $\mu_0 - \mu_1$ het verschil in de gemiddelde waarde van een variabele voor tussen de groep van de niet-familiebedrijven (de bedrijven die de waarde nul aannemen voor de variabele Familiebedrijf) en de groep van de familiebedrijven (met een één bij Familiebedrijf). Bijgevolg gaat de test onderzoeken of de nulhypothese (H_0), die stelt dat er geen verschil is tussen de gemiddelden, kan verworpen worden. Indien dit het geval is, zal de tweezijdige alternatieve hypothese (H_a) aanvaard worden en kan er gesproken worden van een significant verschil in de gemiddelden van de twee groepen.

Er is in onderstaande tabel (tabel 4) sprake van een significant verschil tussen familie- en niet-familieondernemingen in de gemiddelde waarden voor lnInt fin 1 en lnInt fin 2, respectievelijk op het vijf procent en het tien procent niveau. Dit kan afgelezen worden uit de p-waarden, in de uiterst rechtse kolom van de tabel, die kleiner zijn dan deze percentages. De p-waarde - de waarschijnlijkheid van de significantie - geeft de kans weer dat er een steekproef wordt getrokken waarvan de statistische resultaten minstens zo nadelig zijn voor de nulhypothese dan bij deze steekproef; in de veronderstelling dat de nulhypothese correct is. Hoe kleiner deze waarde, hoe kleiner dus de kans dat deze steekproef zou getrokken zijn indien de nulhypothese waar zou zijn. Bijgevolg zal bij significant kleine p-waarden de nulhypothese verworpen worden op het bijhorende significantieniveau en de alternatieve hypothese aanvaard worden (Stock & Watson, 2007).

Uit de t-test blijkt dus dat familiale bedrijven significant meer financieren dan niet-familiale bedrijven, wat in lijn ligt met wat vooropgesteld werd. Verder vertonen niet-familiebedrijven een substantieel grotere gemiddelde ROCE (een proxy voor winstgevendheid). Ten slotte is er in de gemiddelden van de twee proxy's voor de bedrijfsgrootte een zeer sterk significant verschil tussen beide groepen bedrijven.

Tabel 4: Gemiddelde waarden voor familie- en niet-familiebedrijven en de bijhorende t-test

Variabele	Gemiddelde waarden			t-test	
	Familiebedrijf	Niet-familiebedrijf	Totaal	t-waarde	sig.
Int fin 1	0,2518	-0,3107	0,1179	-1,0872	0,2777
Int fin 2	-2,3225	-20,5288	-6,6573	-1,4637	0,1442
lnInt fin 1	-1,2624	-1,7837	-1,3837	-2,4696	0,0142**
lnInt fin 2	-0,0946	-0,4090	-0,1691	-1,8199	0,0698*
ROA	2,0569	3,3807	2,3721	1,4273	0,1544
ROCE	8,9755	12,6708	9,8554	1,8705	0,0622*
lnWN	2,7456	3,7014	2,9732	6,9843	0,0000***
lnTA	12,9628	11,3873	12,5877	-5,7489	0,0000***
WNgroei	-0,0175	-0,0252	-0,0193	-0,4625	0,6440
TAgroei	0,0067	-0,0077	0,0033	-0,7201	0,4719
lnLeeftijd	3,1574	3,0808	3,1392	-1,2907	0,1976

Vervolgens wordt overgegaan tot het bestuderen van de correlaties tussen de verschillende variabelen. Dit gebeurt aan de hand van een correlatiematrix (tabel 5). Hierin geeft de bovenste waarde bij elke correlatie telkens de correlatiecoëfficiënt – de mate van (positieve of negatieve) lineaire associatie - weer, terwijl de onderste waarde de significantie van de correlatie aangeeft. Zoals al in het vorige hoofdstuk vermeld werd, zal allereerst gecontroleerd worden of er sprake is van multicollineariteit. Uit de matrix kan afgelezen worden dat dit probleem zich niet voordoet, vermits de correlaties tussen de verschillende onafhankelijke variabelen die samen in regressies worden opgenomen de grenswaarde van 0,7 niet overschrijden. Enkel tussen twee proxy's voor eenzelfde variabele (winstgevendheid), namelijk ROA en ROCE, is er een sterke correlatie. In de regressieanalyses zal echter steeds slechts één van beide proxy's worden opgenomen.

Bij een verdere studie van de correlaties wordt een significante positieve correlatie opgemerkt tussen de variabele Familiebedrijf en de twee proxy's voor Interne financiering. Dit ligt in lijn met de verwachtingen. De correlatie met de eerste proxy is significant op het vijf procent niveau en de tweede proxy op het tien procent niveau.

Verder bestaat er een significante positieve correlatie tussen ROA en de eerste proxy voor Interne financiering. Deze variabele lnInt fin 1 is een maatstaf voor de mate waarin er voor de financiering binnen het bedrijf gebruik gemaakt wordt van intern gegenereerde middelen. Een logische verklaring voor de positieve relatie is dus dat er meer winst kan aangewend worden, indien er meer winst wordt gegenereerd.

Beide proxy's voor Winstgevendheid zijn daarentegen heel significant negatief gecorreleerd met de tweede proxy voor Interne financiering. De afhankelijke variabele Proxy 2 voor Interne financiering is immers de winsthoudingratio en hiervoor geldt het volgende: hoe groter de winstgevendheid ceteris paribus, hoe lager de winsthoudingratio kan zijn per euro vereiste financiering bij een bepaalde groei. Deze relatie wordt nog uitgebreid besproken bij de regressieanalyse. Er zal dan ook, aan de hand van de formule voor duurzame groei, dieper worden ingegaan op de afleiding van deze stelling.

In de correlatiematrix is er tussen Winstgevendheid en Groei een positieve correlatie terug te vinden die significant is op het één procent niveau. Winst zorgt immers voor extra middelen om investeringen te bekostigen en maakt het voor de onderneming makkelijker om te groeien.

Opmerkelijk is dat de correlatie tussen de beide proxy's voor dezelfde variabele Grootte significant negatief blijkt op het één procent niveau. Een groot aantal werknemers komt dus overeen met een klein balanstotaal en omgekeerd. Verder wordt aangegeven dat de variabele Familiebedrijf heel significant negatief gecorreleerd is met $\ln(\text{Werknemersaantal})$, terwijl deze net heel significant positief gecorreleerd is met de andere proxy van Grootte, namelijk $\ln(\text{Totaal der activa})$. Uit deze relaties kan afgeleid worden dat $\ln\text{WN}$ naar alle waarschijnlijkheid de beste proxy voor de bedrijfsgrootte is in de gebruikte dataset. WNgroei is dan weer significant positief gecorreleerd met TAgroei .

Het aantal werknemers blijkt ook significant positief gecorreleerd met ROA, wat kan verklaard worden door het feit dat een winstgeverder bedrijf in staat is meer mensen aan te werven. Verder zijn de correlaties tussen $\ln\text{WN}$ en WNgroei en $\ln\text{TA}$ en TAgroei significant positief. Dit toont aan dat wanneer er meer werknemers of totale activa aanwezig zijn, er ook een grotere toename van zal zijn.

Tot slot is $\ln\text{Leeftijd}$ significant positief gecorreleerd met $\ln\text{WN}$ en negatief met TAgroei . Er kan, met andere woorden, gesteld worden dat de oudere bedrijven in de steekproef meer werknemers in dienst hebben. Door hun grotere maturiteit vertonen zij slechts een kleine groei in hun balanstotaal. Voor jonge ondernemingen geldt het tegenovergestelde.

Tabel 5: Correlatiematrix

	InInt fin 1	InInt fin 2	Fambedr	ROA	ROCE	InWN	InTA	WNgroei	TAgroei	InLeeftijd
InInt fin 1	1,000									
InInt fin 2	-0,0395 0,5807	1,000								
Fambedr	0,1565 0,0142**	0,1072 0,0698*	1,0000							
ROA	0,1230 0,0545*	-0,2774 0,0000***	-0,0755 0,1544	1,0000						
ROCE	-0,0381 0,5528	-0,1629 0,0057***	-0,0988 0,0622*	0,7844 0,0000***	1,0000					
InWN	0,0596 0,3528	-0,0592 0,3178	-0,3476 0,0000***	0,1265 0,0167**	0,0606 0,2537	1,0000				
InTA	-0,0348 0,5881	-0,0035 0,9523	0,2918 0,0000***	0,0445 0,4020	0,0480 0,3659	-0,3681 0,0000***	1,0000			
WNgroei	0,0101 0,8749	-0,1008 0,0883*	0,0245 0,6440	0,1604 0,0024***	0,1210 0,0222**	0,1241 0,0190**	-0,0155 0,7703	1,0000		
TAgroei	-0,0233 0,7163	0,0206 0,7288	0,0382 0,4719	0,3196 0,0000***	0,1716 0,0011***	0,0289 0,5865	0,1442 0,0064***	0,1303 0,0138**	1,0000	
InLeeftijd	-0,0004 0,9956	0,0306 0,6061	0,0683 0,1976	-0,0543 0,3059	-0,0550 0,2999	0,1351 0,0106**	-0,0780 0,1413	-0,0064 0,9037	-0,1432 0,0067***	1,0000

* Correlatie is significant op het 10%-significantieniveau

** Correlatie is significant op het 5%-significantieniveau

*** Correlatie is significant op het 1%-significantieniveau

7.1.2 Regressieanalyse

In deze paragraaf wordt de multivariate regressieanalyse uitgevoerd op de dataset van familiale en niet-familiale bedrijven. Er wordt gebruik gemaakt van Ordinary Least Squares (OLS) regressies om te onderzoeken of familieondernemingen er een beduidend hogere interne financiering op na houden dan niet-familieondernemingen.

Dit is een centrale analyse in deze masterproef en bijgevolg is ervoor geopteerd om hiervoor verschillende regressies uit te voeren met telkens een andere combinatie van de verschillende proxy's. Dit zal de betrouwbaarheid van de resultaten verhogen. In de tabel hieronder (tabel 6) is de combinatie van proxy's terug te vinden die bij elk van de acht regressies opgenomen wordt.

Tabel 6: Combinaties van de proxy's

	Proxy winstgevendheid	Proxy Ingrootte	Proxy groei
Regressie 1	ROA	lnWN	WNgroei
Regressie 2	ROA	lnWN	TAgroei
Regressie 3	ROA	lnTA	WNgroei
Regressie 4	ROA	lnTA	TAgroei
Regressie 5	ROCE	lnWN	WNgroei
Regressie 6	ROCE	lnWN	TAgroei
Regressie 7	ROCE	lnTA	WNgroei
Regressie 8	ROCE	lnTA	TAgroei

Vervolgens worden de volgende regressies uitgevoerd:

$$\text{lnInterne financiering (proxy 1)} = \beta_0 + \beta_1(\text{Familiebedrijf}) + \beta_2(\text{Winstgevendheid}) + \beta_3(\text{lnGrootte}) + \beta_4(\text{Groei}) + \beta_5(\text{lnLeeftijd})$$

$$\text{lnInterne financiering (proxy 2)} = \beta_0 + \beta_1(\text{Familiebedrijf}) + \beta_2(\text{Winstgevendheid}) + \beta_3(\text{lnGrootte}) + \beta_4(\text{Groei}) + \beta_5(\text{lnLeeftijd})$$

Hierbij staat β_0 voor het intercept (de constante) in de regressies en de overige bèta's voor de geschatte regressiecoëfficiënten van de onafhankelijke variabelen.

In beide regressies wordt het effect onderzocht dat de variabele Familiebedrijf uitoefent op respectievelijk de eerste en tweede proxy van Interne financiering. De overige opgenomen variabelen zijn de controlevariabelen. Voor elk van deze twee regressies worden telkens acht regressies uitgevoerd, die ieder andere proxy's combineren. De resultaten zijn hieronder terug te vinden in tabellen 7 en 8. Bij de uitvoering van de verschillende regressies werd steeds nog extra

gecontroleerd op multicollineariteit via de VIF. Dit probleem bleek zich niet voor te doen, vermits voor geen enkele variabele de grenswaarde overschreden werd. Er moesten dus geen variabelen weggelaten worden uit de regressiemodellen.

Bij de regressies met als afhankelijke variabele $\ln Int_{fin} 1$, de eerste proxy van Interne financiering, kan afgelezen worden uit tabel 7 dat de invloed van Familiebedrijf op de interne financiering van het bedrijf significant positief is op het één procent niveau. De hypothese dat Belgische private familiebedrijven meer met interne middelen financieren dan Belgische private niet-familiebedrijven wordt bij deze sterk bevestigd. Dit positief effect valt dus te verklaren door de familiale doelstellingen die sterk worden nagestreefd in deze ondernemingen. Het gebruik van interne financieringsmiddelen verkleint immers de kans op het verlies van de controle.

De significant positieve invloed van de proxy ROA van Winstgevendheid komt overeen met de significante correlatie tussen beide, die bij de correlatiematrix in de voorgaande paragraaf werd besproken. Deze wordt bijgevolg op dezelfde manier verklaard, namelijk dat de mate waarin intern gegenereerde financiële middelen aangewend worden hoger kan zijn, indien er meer winst wordt gecreëerd binnen de onderneming.

In regressies 5 en 6 heeft $\ln WN$ een positieve invloed op de interne financiering die significant is op het tien procent niveau. Dit toont aan dat de Belgische private bedrijven die meer werknemers in dienst hebben meer interne middelen gebruiken bij hun financiering.

In tabel 8 wordt geconstateerd dat er slechts in de helft van de regressies een significant positief effect is van Familiebedrijf op de tweede proxy voor de interne financiering van de onderneming, dus de winsthoudingratio. Deze invloed is bovendien enkel significant op het tien procent niveau. Wanneer er rekening wordt gehouden met de hoeveelheid winst die de bedrijven produceren, blijkt het effect dus minder sterk significant. Er is echter wel nog steeds een beduidend positieve invloed. Private familieondernemingen zullen dus, ook volgens deze regressieanalyse, meer geneigd zijn interne financiering te gebruiken dan private niet-familieondernemingen. De vooropgestelde hypothese 1 wordt opnieuw bevestigd.

Winstgevendheid heeft bij alle acht regressies telkens een negatieve invloed op de winsthoudingratio die significant is op het één procent niveau. Een hogere winstgevendheid zorgt, ceteris paribus, dat bij een bepaalde groei een lagere winsthouding mogelijk is per euro vereiste financiering. Met 'ceteris paribus' wordt de assumptie bedoeld dat er een constante schuldgraad (schuld/EV) is en er geen nieuw extern equity bijkomt, dus geen uitgifte van extra aandelen.

Deze stelling kan afgeleid worden uit onderstaande formule, die stelt dat de ROE en het dividenduitkeringsbeleid van een bedrijf samen de 'pool' van fondsen beschikbaar voor groei bepalen (Palepu et al., 2010):

$$\text{Duurzame groeiratio} = \text{ROE} * (1 - \text{Dividenduitkeringratio})$$

$$\begin{aligned} \text{Waarbij Dividenduitkeringratio} &= \frac{\text{cash betaalde dividenden}}{\text{netto winst}} \\ &= \frac{\text{winst} - \text{overgedragen winst}}{\text{winst}} \end{aligned}$$

$$\text{Bijgevolg: } (1 - \text{Dividenduitkeringratio}) = \frac{\text{overgedragen winst}}{\text{winst}}$$

$$\text{en } \frac{\text{overgedragen winst}}{\text{winst}} = \frac{\text{groei}}{\text{ROE}}$$

Hierbij staat ROE voor Return On Equity. Dit is eveneens een proxy voor de winstgevendheid van een onderneming en wordt als volgt gedefinieerd (Palepu et al., 2010):

$$\text{ROE} = \frac{\text{netto winst}}{\text{aandeelhouderskapitaal}}$$

Met duurzame groeiratio wordt de ratio bedoeld, waarmee een bedrijf kan groeien, terwijl het zijn winstgevendheid en financieel beleid ongewijzigd laat.

Uit voorgaande afleiding kan geconcludeerd worden dat wanneer de groei gegeven is (constant gehouden wordt), de afhankelijke variabele $\ln \text{Int fin 2}$ negatief gerelateerd is met de winstgevendheid.

De groei in het totaal der activa heeft in regressie 2 en 4 een positief effect op $\ln \text{Int fin 2}$ dat significant is op het vijf procent niveau. Een grotere groei, ceteris paribus, zal een hogere winstinhoudingratio vergen per euro vereiste financiering. Dit kan eveneens afgeleid worden uit de formule voor duurzame groei, die gebruikt werd om het effect van de winstgevendheid te verklaren:

$$\text{Duurzame groeiratio} = \text{ROE} * (1 - \text{Dividenduitkeringratio})$$

$$\text{Waarbij: } (1 - \text{Dividenduitkeringratio}) = \frac{\text{overgedragen winst}}{\text{winst}}$$

Wanneer de winstgevendheid (ROE) constant blijft, kan besloten worden dat een toename in de groei een toename in de winstinhouding met zich meebrengt.

Bij de regressies is ook telkens de R^2 gegeven. Deze geeft de fractie van de steekproefvariantie van de afhankelijke variabele weer die verklaard wordt door de onafhankelijke variabelen. Het is dus een maat voor hoe goed de OLS-regressiemodellen overeenstemmen met de werkelijke data (Stock & Watson, 2007).

Tot slot dient opgemerkt te worden dat de regressieanalyses voor zowel $\ln \text{Int fin 1}$ als $\ln \text{Int fin 2}$ ook werden uitgevoerd aan de hand van niet-lineaire regressies. Via dit soort regressies is het

mogelijk om eventuele niet-lineaire, zoals curvilineaire (bijvoorbeeld U-vomige), relaties tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen weer te geven (Stock & Watson, 2007). Dit werd in deze studie gedaan door de kwadraten van de onafhankelijke controlevariabelen eveneens op te nemen in de regressies. De coëfficiënten van de controlevariabelen en van de controlevariabelen in het kwadraat waren helemaal niet significant in deze regressies. Er is bijgevolg geen curvilineair verband tussen de controlevariabelen en Interne financiering. Voor de onafhankelijke primaire variabele werd niet naar een niet-lineair verband gezocht, vermits het kwadrateren van een binaire variabele tot dezelfde waarden nul en één leidt.

Als afsluiter van deze paragraaf kan, uit de hierboven beschreven regressieanalyse, algemeen besloten worden dat Belgische private familieondernemingen een grotere voorkeur hebben voor financiering met intern gegenereerde middelen dan Belgische private niet-familieondernemingen. Dit is in overeenstemming met de vooropgestelde hypothese.

Tabel 7: Regressieresultaten invloed Familiebedrijf op InInt fin 1

Regressieresultaten																
Afhankelijke variabele: <i>InInterne financiering (proxy 1)</i>																
	1		2		3		4		5		6		7		8	
	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.
Constante	-2,1742	0,003***	-2,0049	0,005***	-0,9433	0,325	-0,8968	0,344	-1,9180	0,009***	-1,8585	0,011**	-0,7802	0,415	-0,7812	0,410
Familiebedrijf	0,6560	0,006***	0,6562	0,006***	0,6284	0,008***	0,6238	0,007***	0,6684	0,005***	0,6740	0,005***	0,6224	0,008***	0,6258	0,007***
Winstgevendheid	0,0223	0,082*	0,0265	0,042**	0,0253	0,044**	0,0289	0,023**	-0,0024	0,659	-0,0020	0,712	-0,0020	0,711	-0,0015	0,775
InGrootte	0,1556	0,105	0,1498	0,124	-0,0647	0,119	-0,0589	0,163	0,1613	0,084*	0,1616	0,089*	-0,0549	0,184	-0,0538	0,202
Groei	-0,5392	0,416	-0,8127	0,132	-0,3679	0,587	-0,6763	0,228	-0,1355	0,834	-0,3135	0,559	0,0797	0,904	-0,1492	0,787
InLeeftijd	-0,0802	0,708	-0,1263	0,556	-0,0579	0,788	-0,0936	0,660	-0,1391	0,512	-0,1592	0,458	-0,1154	0,592	-0,1220	0,570
R ²	0,0524		0,0576		0,0496		0,0536		0,0399		0,0409		0,0333		0,0335	

* Significant op het 10%-significantieniveau

** Significant op het 5%-significantieniveau

*** Significant op het 1%-significantieniveau

Tabel 8: Regressieresultaten invloed Familiebedrijf op Int fin 2

Regressieresultaten																
Afhankelijke variabele: <i>InInterne financiering (proxy 2)</i>																
	1		2		3		4		5		6		7		8	
	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.
Constante	-0,2898	0,560	-0,3387	0,503	-0,3105	0,574	-0,3274	0,554	-0,3387	0,507	-0,3206	0,536	-0,2481	0,661	-0,2570	0,648
Familiebedrijf	0,2747	0,094*	0,2368	0,148	0,2742	0,099*	0,2531	0,128	0,2650	0,116	0,2354	0,164	0,2965	0,079*	0,2830	0,095*
Winstgevendheid	-0,0425	0,000***	-0,0502	0,000***	-0,0426	0,000***	-0,0502	0,000***	-0,0107	0,014**	-0,0123	0,005***	-0,0105	0,017**	-0,0121	0,006***
InGrootte	-0,0019	0,972	-0,0131	0,807	0,0013	0,962	-0,0033	0,897	-0,0170	0,757	-0,0343	0,529	-0,0103	0,707	-0,0115	0,671
Groei	-0,4803	0,418	0,9348	0,031**	-0,4817	0,415	0,9382	0,031**	-0,7324	0,215	0,3832	0,384	-0,7648	0,192	0,3937	0,374
InLeeftijd	0,0045	0,975	0,0477	0,749	0,0044	0,975	0,0413	0,780	0,0359	0,808	0,0624	0,681	0,0241	0,870	0,0443	0,768
R ²	0,0881		0,0985		0,0881		0,0984		0,0419		0,0387		0,0420		0,0382	

* Significant op het 10%-significantieniveau

** Significant op het 5%-significantieniveau

*** Significant op het 1%-significantieniveau

7.1.3 Sensitiviteitsanalyse

In voorgaande analyses werd steeds gebruik gemaakt van de volledige dataset van familiale en niet-familiale bedrijven, die eveneens de bedrijven bevat die in de onderzochte boekjaren (2002 en 2003) of in één van beide jaren een verlies geboekt hebben. Een verlies kan uiteraard implicaties hebben op de interne financiering. Bijgevolg is het goed om te controleren wat het effect is op de regressieresultaten indien deze ondernemingen niet worden opgenomen.

Er dient wel opgemerkt te worden dat in de reeds verrichte analyses geen bedrijven opgenomen werden met een interne financiering - zoals die in deze studie wordt gedefinieerd via de proxy's - die kleiner is dan nul. Hiervoor werd gezorgd door het opnemen van de natuurlijke logaritmen van de proxy's in de regressies. Belangrijk hierbij is echter dat dit maar een deel van de invloed van de verlieslatende bedrijven teniet doet. De proxy's voor Interne financiering zijn immers in dit onderzoek gedefinieerd als verhoudingen. Dit brengt met zich mee dat, wanneer zowel de teller als de noemer negatief is, dit wordt gezien als positieve interne financiering. Concreet wil dit voor bijvoorbeeld de tweede proxy zeggen dat een onderneming met een negatieve overgedragen winst en een verlies toch wordt opgenomen in de analyses. Daarnaast zal het weglaten van de verlieslatende bedrijven er onder meer voor zorgen dat kleine waarden voor $\ln \text{Int fin } 1$, veroorzaakt door een verlies, niet mee worden geanalyseerd.

In deze paragraaf worden nu enkele regressies opnieuw uitgevoerd aan de hand van de dataset waaruit de bedrijven met een verlies in 2002 of 2003 verwijderd zijn. Dit gegevensbestand bevat 204 ondernemingen, waaronder 148 familiale en 56 niet-familiale. Deze resultaten zullen vergeleken worden met deze uit de vorige regressieanalyses.

Voor beide proxy's voor Interne financiering wordt telkens maar één regressie uitgevoerd, waarin de combinatie van proxy's gebruikt wordt die bestaat uit ROCE, $\ln \text{WN}$ en WNgroei . Er wordt vastgesteld, zoals kan afgelezen worden uit de eerste tabel van bijlage 3, dat Familiebedrijf nog steeds een positieve invloed heeft op $\ln \text{Int fin } 1$ die significant is op het één procent niveau. Het resultaat voor de winsthoudingsratio is, nu net als bij regressie 5 (met dezelfde combinatie van proxy's) in het vorige onderzoek, insignificant.

De positieve invloed van $\ln \text{WN}$ op de eerste proxy voor Interne financiering is nu nog significanter geworden. Bij de regressies waarin alle familiebedrijven werden opgenomen (ook deze met verlies in de betreffende boekjaren) was dit effect significant op het tien procent niveau en nu op het één procent niveau.

De hypothese dat familiale ondernemingen meer intern financieren dan niet-familiale ondernemingen wordt in deze analyse dus opnieuw bevestigd.

7.2 Onderzoek bij familiebedrijven

In dit gedeelte van het empirisch onderzoek wordt enkel gewerkt binnen de subgroep van 247 familiale ondernemingen. Hierbij zal gekeken worden wat de invloed van de CEO is op de financieringskeuzes in private familieondernemingen. De gevolgde procedure is dezelfde als deze bij de analyse van de totale dataset met familiale en niet-familiale bedrijven. Het aantal regressies is hier wel groter, vermits in dit deel van de studie drie deelvragen behandeld worden, in tegenstelling tot het vorige deel, waar dit slechts één deelvraag was.

7.2.1 Beschrijvende analyse

7.2.1.1 Beschrijvende analyse van de bedrijven

Allereerst wordt een analytische beschrijving van de bedrijven in deze dataset gegeven. Met betrekking tot de CEO van de bedrijven, wordt geconstateerd dat bij negentig procent, ofwel 223 familieondernemingen, een lid van de familie aan het hoofd staat. Slechts 24 familiebedrijven laten de leiding over aan een externe CEO (tabel 9).

Tabel 9: Frequentietabel familiale en externe CEO's

	Frequentie	Percentage
Familiale CEO	223	90,283
Externe CEO	24	9,717
Totaal	247	100

Verder wordt in tabel 10 aangegeven dat in 94,332 procent van de onderzochte familiebedrijven de CEO eveneens de voorzitter van de raad van bestuur is. Bij de generaties kan gesteld worden dat de familiale bedrijven die nog geleid worden door de stichter en deze met een CEO van de tweede generatie (eerste opvolger) aan het hoofd ongeveer even sterk vertegenwoordigd zijn. De familiebedrijven van een latere generatie maken slechts 23,482 procent uit van de subdataset van de familieondernemingen (tabel 11).

Tabel 10: Frequentietabel CEO dualiteit

	Frequentie	Percentage
CEO dualiteit	233	94,332
geen CEO dualiteit	14	5,668
Totaal	247	100

Tabel 11: Frequentietabel generaties

	Frequentie	Percentage
Generatie 1	96	38,866
Generatie 2	93	37,652
Generatie 3 ⁺	58	23,482
Totaal	247	100

Tabellen 12 en 13 geven de frequenties voor CEO dualiteit en de drie generaties weer voor nog een subgroep binnen de subdataset van de familiebedrijven, namelijk de Belgische private familieondernemingen met een lid van de familie als CEO. Hierin zien we ongeveer dezelfde verdelingen als bij de groep van alle familiale ondernemingen.

Tabel 12: Frequentietabel familiale CEO en CEO dualiteit

	Frequentie	Percentage
FamCEO*CEOdual	213	95,516
FamCEO*geen CEOdual	10	4,484
Totaal FamCEO	223	100

Tabel 13: Frequentietabel familiale CEO en generaties

	Frequentie	Percentage
FamCEO*Gen1	88	39,462
FamCEO*Gen2	87	39,013
FamCEO*Gen3 ⁺	48	21,525
Totaal FamCEO	223	100

7.2.1.2 Beschrijvende analyse van de variabelen

Er wordt bij de beschrijving van de variabelen, binnen de dataset met louter de familiebedrijven, ook van start gegaan met een univariate analyse. De belangrijkste kengetallen die hierbij naar voren kwamen zijn in tabel 14 weergegeven. Net als bij het onderzoek onder paragraaf 7.1 is er geen grote spreiding waar te nemen in de gebruikte variabelen. Wederom zijn in bijlage 2 (tweede tabel) deze kengetallen ook opgenomen voor het bestand met familiebedrijven waarin de uitschieters nog vervat zitten. Uit de vergelijking van beide tabellen kan het effect van de eliminatie van de uitschieters afgeleid worden.

Tabel 14: Kengetallen

Variabele	Mediaan	Gemiddelde	Std. Dev.	Minimum	Maximum
Int fin 1	0,1437	0,3154	3,9016	-45,5732	35,3242
Int fin 2	0,9569	-2,5561	39,6505	-585,8152	23,2139
lnInt fin 1	-1,0594	-1,2321	1,4054	-5,3997	3,5646
lnInt fin 2	0	-0,0670	1,2782	-4,1153	3,1448
FamCEO	1	0,9028	0,2968	0	1
FamCEO*CEOdual	1	0,8623	0,3452	0	1
Gen	2	1,8462	0,7760	1	3
ROA	0,87	1,9854	7,3243	-22,27	26,6
ROCE	6,87	8,6383	14,1184	-36,37	55,5
lnWN	2,6391	2,7582	0,9254	0,6931	5,9402
lnTA	13,7031	12,9917	2,1537	7,1269	16,3182
WNgroei	0	-0,0159	0,1384	-0,5	0,5
TAgroei	-0,0052	0,0081	0,1569	-0,4278	0,5269
lnLeeftijd	3,1355	3,1673	0,4691	2,3026	4,2627

Het tweede deel van de analytische beschrijving van de gebruikte variabelen bestaat uit de bespreking van de correlaties tussen de variabelen. Zoals in de correlatiematrix (tabel 15) wordt aangetoond, is er in dit onderzoek geen sprake van multicollineariteit tussen onafhankelijke variabelen die samen worden opgenomen in één regressie. Enkel bij de correlatie tussen de interactieterm FamCEO*CEOdual en de variabele FamCEO wordt de drempelwaarde van 0,7 overschreden, maar dit is het gevolg van het feit dat FamCEO in de interactievariabele vervat zit. Bij de regressies in de volgende paragraaf werd ook steeds geverifieerd of de variance inflation factor van de opgenomen variabelen geen waarde heeft hoger dan 10. Dit bleek zelfs bij de twee bovenstaande variabelen (FamCEO*CEOdual en FamCEO) niet het geval. Er is dus geen probleem van multicollineariteit. Alle variabelen mogen in de regressies opgenomen worden.

Er worden in deze matrix verscheidene significante correlaties aangetroffen die eveneens voorkwamen in de analyse van de dataset van familiale- en niet-familiale bedrijven. Hiertoe behoren:

- de positieve correlatie tussen Winstgevendheid en lnInt fin 1 en de negatieve correlatie tussen Winstgevendheid en lnInt fin 2
- de positieve correlatie tussen Groei en Winstgevendheid
- de merkwaardige negatieve correlatie tussen de twee proxy's voor de bedrijfsgrootte (lnWN en lnTA)

- de positieve correlatie tussen $\ln WN$ en $WNgroei$ en tussen $\ln TA$ en $TAgroei$
- de positieve correlatie tussen de twee proxy's voor Groei ($WNgroei$ en $TAgroei$)
- de positieve correlatie tussen $\ln Leeftijd$ en $\ln WN$
- de negatieve correlatie tussen $\ln Leeftijd$ en $TAgroei$

De bespreking van deze lineaire associaties is dezelfde als bij het voorgaande onderzoek onder paragraaf 7.1.1.2. Verder is er in deze correlatiematrix nog een negatieve correlatie tussen $\ln Leeftijd$ en $\ln TA$ waar te nemen. Deze was in de vorige matrix niet significant. Dit wijst erop dat hoe ouder de bedrijven in de dataset zijn, hoe kleiner het balanstotaal is dat ze hebben.

Naast de bovenstaande correlaties zijn er in dit onderzoek ook enkele significante correlaties terug te vinden voor de onafhankelijke variabelen die enkel voorkomen in dit tweede deel van de empirische studie, dat louter de familieondernemingen bestudeert.

Eerst en vooral is er een positieve correlatie tussen de variabele $FamCEO$ en de tweede proxy voor Interne financiering (de winstinhouding) en tussen de interactieterm $FamCEO * CEO_{dual}$ en de winstinhouding. Deze correlaties zijn beide significant op het tien procent niveau. Dit komt overeen met wat vooropgesteld werd in verband met de voorkeur van familiale CEO's voor financiering met intern gegenereerde middelen.

$FamCEO$ en $FamCEO * CEO_{dual}$ zijn beiden significant negatief gecorreleerd met $\ln WN$ en significant positief met de andere proxy voor Grootte, namelijk $\ln TA$. Dit wijst erop dat er een grotere kans is op een familielid als CEO in private familiebedrijven met een klein aantal werknemers of een groot balanstotaal. De kans dat er een familiale CEO is die ook het voorzitterschap van de raad van bestuur op zich neemt, is ook groter in deze bedrijven. Op basis van deze correlaties lijkt $\ln WN$ weer een betere proxy te zijn voor Grootte. Een familiale CEO wordt immers eerder verwacht in een kleine familieonderneming. Deze relatie werd onder meer door McConaughy (2000) aangegeven.

De combinatie van een familiale CEO met CEO dualiteit is negatief gecorreleerd met de generatie waartoe de onderneming behoort. Familiebedrijven van een latere generatie hebben minder kans op een familielid dat zowel de rol van CEO als van voorzitter van de raad van bestuur vervult.

Grootte en Generatie zijn ook significant gecorreleerd. De variabele $\ln WN$ bleek eerder al de beste proxy voor Grootte, waardoor de relatie aan de hand van deze proxy wordt besproken. De correlatie tussen $\ln WN$ en Generatie is positief. Dit houdt in dat een private familieonderneming, waarbij de stichter aan het hoofd staat of die geleid wordt door een van de eerste opvolgers, minder werknemers zal hebben dan een onderneming van een latere generatie.

Tot slot zijn $\ln Leeftijd$ en Generatie significant positief gecorreleerd, dit is logisch aangezien een onderneming met een hogere leeftijd al tot een latere generatie zal behoren.

Tabel 15: Correlatiematrix

	InInt fin 1	InInt fin 2	FamCEO	FamCEO * CEOdual	Gen	ROA	ROCE	InWN	InTA	WNgroei	TAgroei	InLeeftijd
InInt fin 1	1,000											
InInt fin 2	-0,0754 0,3809	1,000										
FamCEO	-0,0216 0,7807	0,1202 0,0892*	1,0000									
FamCEO * CEOdual	-0,0605 0,4346	0,1287 0,0687*	0,8211 0,0000***	1,0000								
Gen	0,0144 0,8522	0,0746 0,2926	-0,1005 0,1153	-0,1249 0,0499**	1,0000							
ROA	0,1753 0,0226**	-0,2964 0,0000***	-0,0630 0,3238	-0,0435 0,4962	0,0262 0,6824	1,0000						
ROCE	0,0270 0,7279	-0,2038 0,0037***	-0,0595 0,3518	-0,0525 0,4112	-0,0182 0,7760	0,8156 0,0000***	1,0000					
InWN	0,0149 0,8476	-0,0142 0,8417	-0,3230 0,0000***	-0,3515 0,0000***	0,1588 0,0124**	0,0504 0,4304	-0,0035 0,9562	1,0000				
InTA	-0,0196 0,8006	-0,0040 0,9553	0,3156 0,0000***	0,3056 0,0000***	-0,2015 0,0015***	0,0923 0,1481	0,0956 0,1342	-0,4156 0,0000***	1,0000			
WNgroei	-0,0241 0,7556	-0,0960 0,1754	-0,0270 0,6730	0,0624 0,3290	-0,0178 0,7804	0,1271 0,0460**	0,1258 0,0483**	0,1375 0,0308**	-0,0416 0,5155	1,0000		
TAgroei	0,0203 0,7935	0,0439 0,5365	0,0481 0,4518	0,0346 0,5885	-0,0207 0,7466	0,3251 0,0000***	0,1811 0,0043***	0,0560 0,3808	0,1601 0,0118**	0,1540 0,0154**	1,0000	
InLeeftijd	-0,0406 0,6003	-0,0060 0,9326	-0,0775 0,2249	-0,0867 0,1745	0,4000 0,0000***	-0,0481 0,4516	-0,0544 0,3946	0,1195 0,0607*	-0,1231 0,0533*	-0,0243 0,7040	-0,1244 0,0509*	1,0000

* Correlatie is significant op het 10%-significantieniveau

** Correlatie is significant op het 5%-significantieniveau

*** Correlatie is significant op het 1%-significantieniveau

7.2.2 Regressieanalyse

In dit deel wordt overgegaan tot de multivariate regressies die de subgroep van de familiebedrijven analyseren. Hierbij zal getracht worden een antwoord te vinden op de drie deelvragen die betrekking hebben op deze bedrijven. Het onderzoek dat hieronder volgt is dan ook opgedeeld in drie delen, die elk één deelvraag behandelen. Het eerste deel zal onderzoeken wat de invloed van een lid van de familie als CEO is op de interne financiering van de private familiebedrijven. Vervolgens wordt gecontroleerd wat de gevolgen zijn op het gebruik van interne middelen, wanneer er bij aanwezigheid van een familiale CEO, sprake is van CEO dualiteit in een familiale onderneming. In het laatste deel wordt gekeken naar het effect van de generatie waartoe de familiale CEO behoort op de aangewende interne financiering.

7.2.2.1 Regressieanalyse betreffende familiale CEO

In dit eerste onderdeel van het onderzoek naar de familieondernemingen wordt, zoals hierboven vermeld, geanalyseerd wat het effect is van een familiale CEO op de beide proxy's voor Interne financiering. Hiervoor worden onderstaande regressies uitgevoerd:

$$\text{InInterne financiering (proxy 1)} = \beta_0 + \beta_1(\text{Familiale CEO}) + \beta_2(\text{Winstgevendheid}) + \beta_3(\text{InGrootte}) + \beta_4(\text{Groei}) + \beta_5(\text{InLeeftijd})$$

$$\text{InInterne financiering (proxy 2)} = \beta_0 + \beta_1(\text{Familiale CEO}) + \beta_2(\text{Winstgevendheid}) + \beta_3(\text{InGrootte}) + \beta_4(\text{Groei}) + \beta_5(\text{InLeeftijd})$$

Bovendien wordt dezelfde werkwijze als bij de voorgaande regressieanalyse gehanteerd en worden elk van beide regressies uitgevoerd met telkens de acht verschillende combinaties van de proxy's, die terug te vinden zijn in tabel 6.

De regressieresultaten zijn terug te vinden in tabellen 16 en 17. Familiale CEO blijkt een niet-significante negatieve invloed te hebben op de eerste proxy voor Interne financiering. Dit druist in tegen de verwachtingen dat een lid van de familie de familiale belangen sterker nastreeft en bijgevolg meer intern zou financieren om te allen tijde de controle te behouden. Bij het bestuderen van tabel 17 worden deze verwachtingen echter wel bevestigd. Hier is een positief verband terug te vinden tussen $\ln \text{Int fin 2}$ (de winstinhoudingratio) en een lid van de familie als CEO. Dit effect is echter slechts bij één van de acht regressies marginaal niet-significant op het tien procent niveau. Op basis van de resultaten kan bijgevolg geen sluitend bewijs gevonden worden voor het effect van de positie van de CEO op de financieringskeuzes in Belgische private familiebedrijven.

Tabel 16: Regressieresultaten invloed Familiale CEO op InInt fin 1

Regressieresultaten																
Afhankelijke variabele: <i>InInterne financiering (proxy 1)</i>																
	1		2		3		4		5		6		7		8	
	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.
Constate	-1,0543	0,310	-0,9343	0,365	-0,5454	0,670	-0,5540	0,665	-0,8424	0,440	-0,8040	0,461	-0,5364	0,679	-0,5183	0,692
Familiale CEO	-0,1150	0,717	-0,1033	0,746	-0,0741	0,812	-0,0715	0,821	-0,1075	0,739	-0,1033	0,751	-0,1028	0,749	-0,0907	0,782
Winstgevendheid	0,0339	0,012**	0,0368	0,012**	0,0353	0,008***	0,0374	0,009***	0,0034	0,644	0,0024	0,746	0,0035	0,624	0,0025	0,735
lnGrootte	0,0250	0,863	0,0186	0,899	-0,0333	0,570	-0,0253	0,674	0,0287	0,841	0,0217	0,882	-0,0165	0,777	-0,0171	0,775
Groei	-0,7010	0,375	-0,6035	0,411	-0,7117	0,377	-0,5425	0,468	-0,3669	0,644	0,0724	0,921	-0,3542	0,661	0,1218	0,868
lnLeeftijd	-0,0810	0,760	-0,1125	0,671	-0,0949	0,726	-0,1213	0,653	-0,1290	0,634	-0,1313	0,630	-0,1338	0,630	-0,1356	0,626
R ²	0,0357		0,0359		0,0378		0,0371		0,0041		0,0032		0,0044		0,0036	

* Significant op het 10%-significantieniveau

** Significant op het 5%-significantieniveau

*** Significant op het 1%-significantieniveau

Tabel 17: Regressieresultaten invloed Familiale CEO op InInt fin 2

Regressieresultaten																
Afhankelijke variabele: <i>InInterne financiering (proxy 2)</i>																
	1		2		3		4		5		6		7		8	
	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.
Constante	-0,4732	0,533	-0,4373	0,559	-0,4324	0,548	-0,3900	0,587	-0,4515	0,553	-0,3932	0,600	-0,2569	0,724	-0,2254	0,756
Familiale CEO	0,5493	0,125	0,4856	0,184	0,5131	0,135	0,4853	0,166	0,5280	0,134	0,4913	0,173	0,5257	0,112†	0,5140	0,131
Winstgevendheid	-0,0483	0,000***	-0,0577	0,000***	-0,0487	0,000***	-0,0576	0,000***	-0,0165	0,014**	-0,0185	0,006***	-0,0164	0,014**	-0,0183	0,006***
lnGrootte	0,0336	0,750	0,0066	0,950	0,0048	0,879	-0,0023	0,941	0,0287	0,786	0,0054	0,959	-0,0089	0,787	-0,0126	0,701
Groei	-0,5016	0,465	1,2119	0,028**	-0,4665	0,505	1,2182	0,026**	-0,6632	0,347	0,5927	0,296	-0,6437	0,369	0,6169	0,274
lnLeeftijd	-0,0284	0,870	0,0088	0,960	-0,0210	0,904	0,0091	0,958	-0,0115	0,948	0,0093	0,959	-0,0106	0,952	0,0056	0,975
R ²	0,1050		0,1214		0,1045		0,1214		0,0595		0,0597		0,0593		0,0601	

† Marginaal niet-significant op het 10%-significantieniveau

* Significant op het 10%-significantieniveau

** Significant op het 5%-significantieniveau

*** Significant op het 1%-significantieniveau

7.2.2.2 Regressieanalyse betreffende familiale CEO en CEO dualiteit

In deze paragraaf wordt achterhaald wat het bijkomende effect is van een familiale CEO die ook als voorzitter zetelt in de raad van bestuur ten opzichte van louter een familiale CEO op de aanwending van interne financieringsmiddelen in private familiebedrijven. Dit gebeurt aan de hand van volgende regressiemodellen:

lnInterne financiering (proxy 1) = $\beta_0 + \beta_1(\text{Familiale CEO}) + \beta_2(\text{Familiale CEO} * \text{CEO dualiteit}) + \beta_3(\text{Winstgevendheid}) + \beta_4(\text{lnGrootte}) + \beta_5(\text{Groei}) + \beta_6(\text{lnLeeftijd})$

lnInterne financiering (proxy 2) = $\beta_0 + \beta_1(\text{Familiale CEO}) + \beta_2(\text{Familiale CEO} * \text{CEO dualiteit}) + \beta_3(\text{Winstgevendheid}) + \beta_4(\text{lnGrootte}) + \beta_5(\text{Groei}) + \beta_6(\text{lnLeeftijd})$

Wanneer deze vergelijkingen partieel worden afgeleid naar Familiale CEO, wordt de invloed van een familiale CEO op de interne financiering weergegeven:

$$\frac{\partial \text{lnInterne financiering}}{\partial \text{Familiale CEO}} = \beta_1 + \beta_2(\text{CEO dualiteit})$$

Deze partiële afgeleide geeft (bij benadering) de procentuele verandering in Interne financiering weer, die veroorzaakt wordt door een toename in Familiale CEO met één eenheid, terwijl de overige variabelen constant gehouden worden (Sydsaeter & Hammond, 2006). Met een toename in Familiale CEO met één eenheid wordt bedoeld dat de variabele FamCEO de waarde één aanneemt in plaats van nul. Dit houdt in dat er in de onderneming een lid van de familie aan het hoofd staat.

Uit bovenstaande vergelijking kan afgeleid worden dat het effect hiervan op de interne financiering β_1 bedraagt indien er geen sprake is van CEO dualiteit en de variabele CEO dualiteit (CEOdual) bijgevolg de waarde nul aanneemt. Indien de familiale CEO eveneens de voorzitter van de raad van bestuur is, zal er door de aanwezigheid van deze familiale CEO een invloed van $\beta_1 + \beta_2$ uitgeoefend worden op de hoeveelheid interne financiering. In de onderstaande regressieanalyse zal vooral naar het extra effect β_2 gekeken worden.

Er wordt in deze analyse gewerkt met één combinatie van proxy's, namelijk degene die ROCE, lnWN en Wngroei opneemt (net zoals in de sensitiviteitsanalyse).

De resultaten in tabel 18 tonen aan dat de interactieterm FamCEO*CEOdual een niet-significant negatief effect heeft op de eerste proxy voor Interne financiering. Het extra effect van de CEO dualiteit bovenop het effect van een familiale CEO aan het hoofd is dus negatief. De invloed van een lid van de familie als CEO is nu echter wel positief geworden, zij het niet-significant.

Daarentegen heeft een familiale CEO, die eveneens de voorzitter van de raad van bestuur is in de familieonderneming, ten opzichte van een lid van de familie dat enkel de CEO is, een positieve extra invloed op de winsthoudingratio die significant is op het vijf procent niveau. CEO dualiteit heeft dus in interactie met een familiale CEO een versterkend effect op de tweede proxy voor

Interne financiering, zoals werd vooropgesteld naar aanleiding van de bevindingen in de literatuurstudie.

Tabel 18: Regressieresultaten invloed Familiale CEO en CEO dualiteit op lnInt fin

Regressieresultaten				
Afhankelijke variabele: <i>lnInterne financiering</i>				
	<i>lnInterne financiering (proxy 1)</i>		<i>lnInterne financiering (proxy 2)</i>	
	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.
Constante	-0,7764	0,487	-0,4995	0,512
Familiale CEO	0,5206	0,499	0,0867	0,790
Familiale CEO* CEO dualiteit	-0,6597	0,395	0,4722	0,021**
Winstgevendheid	0,0032	0,657	-0,0164	0,016**
lnGrootte	0,0142	0,922	0,0469	0,665
Groei	-0,2044	0,801	-0,7677	0,286
lnLeeftijd	-0,1327	0,628	-0,0171	0,923
R ²	0,0102		0,0638	

* Significant op het 10%-significantieniveau

** Significant op het 5%-significantieniveau

*** Significant op het 1%-significantieniveau

7.2.2.3 Regressieanalyse betreffende familiale CEO en generatie

Dit laatste gedeelte van de empirische studie spitst zich toe op de invloed die de generatie, waarvan de familiale CEO deel uitmaakt, uitoefent op de financieringskeuzes in Belgische private familieondernemingen. De volgende regressies worden uitgevoerd:

$$\text{lnInterne financiering (proxy 1)} = \beta_0 + \beta_1(\text{Familiale CEO}) + \beta_2(\text{Familiale CEO*Generatie 1}) + \beta_3(\text{Generatie}) + \beta_4(\text{Winstgevendheid}) + \beta_5(\text{lnGrootte}) + \beta_6(\text{Groei}) + \beta_7(\text{lnLeeftijd})$$

$$\text{lnInterne financiering (proxy 1)} = \beta_0 + \beta_1(\text{Familiale CEO*Generatie 1}) + \beta_2(\text{Familiale CEO*Generatie 2}) + \beta_3(\text{Familiale CEO*Generatie 3}^+) + \beta_4(\text{Generatie}) + \beta_5(\text{Winstgevendheid}) + \beta_6(\text{lnGrootte}) + \beta_7(\text{Groei}) + \beta_8(\text{lnLeeftijd})$$

$$\text{lnInterne financiering (proxy 2)} = \beta_0 + \beta_1(\text{Familiale CEO}) + \beta_2(\text{Familiale CEO*Generatie 1}) + \beta_3(\text{Generatie}) + \beta_4(\text{Winstgevendheid}) + \beta_5(\text{lnGrootte}) + \beta_6(\text{Groei}) + \beta_7(\text{lnLeeftijd})$$

$$\text{InInterne financiering (proxy 2)} = \beta_0 + \beta_1(\text{Familiale CEO*Generatie 1}) + \beta_2(\text{Familiale CEO*Generatie 2}) + \beta_3(\text{Familiale CEO*Generatie 3}^+) + \beta_4(\text{Generatie}) + \beta_5(\text{Winstgevendheid}) + \beta_6(\text{InGrootte}) + \beta_7(\text{Groei}) + \beta_8(\text{InLeeftijd})$$

In deze regressies wordt met dezelfde combinatie van de verschillende proxy's gewerkt als in bovenstaande analyse in verband met de aanwezigheid van CEO dualiteit. ROCE, InWN en Wngroei worden dus opgenomen in elk van bovenstaande regressies. Bovendien wordt een extra variabele opgenomen, die nog niet werd gebruikt in voorgaande analyses, namelijk Generatie. Hierdoor is het mogelijk te onderzoeken wat het extra effect is, van de combinatie van een familiale CEO en een bepaalde generatie, op de interne financiering, bovenop het effect dat de generatie in het algemeen veroorzaakt.

Het feit dat de familiale CEO eveneens de oprichter van het familiebedrijf is, heeft op geen van beide proxy's voor Interne financiering een significante invloed (tabel 19). Bij InInt fin 1 is dit effect zelfs negatief, wat tegengesteld is aan de veronderstellingen. Bij de tweede proxy zijn de resultaten wel in lijn met wat verwacht wordt voor de stichter, maar doordat ze insignificant zijn, kunnen er geen conclusies getrokken worden. Er wordt dus geen bewijs gevonden voor een versterkend effect van de eerste generatie familiale CEO's op de financiering met interne middelen in vergelijking met de invloed uitgeoefend door familiale CEO's in het algemeen.

Wanneer gekeken wordt naar de generatie waartoe de familiale CEO's behoren, kan geconcludeerd worden dat enkel de tweede generatie een niet-significante positieve invloed heeft op de eerste proxy voor de financiering met interne middelen. De familiale stichters en de leden van de familie die aan het hoofd van de familieonderneming staan en al tot de derde of een nog hogere generatie behoren hebben een niet-significant negatief effect hierop (tabel 19).

Bij de winsthoudingsratio (InInt fin 2) hebben alle generaties familiale CEO's een positief effect op de interne financiering. Wat echter heel opmerkelijk hierbij is, is dat hoe hoger de generatie familiale CEO, hoe meer significant deze positieve invloed is. Bij de 3⁺ generatie kan zelfs een positief verband met de winsthouding afgelezen worden uit de tabel dat significant is op het vijf procent niveau. Hieruit blijkt dus dat meer winst wordt ingehouden door latere generaties dan door de stichters of eerste opvolgers (tabel 19). Dit druist in tegen wat er aan de hand van de bestudeerde literatuur vooropgesteld werd. Het komt echter wel overeen met de mening van Miller (1991) en Reid, Dunn, Cromie en Adams (1999). Deze auteurs stellen dat het belang dat de onderneming hecht aan de familie - en dus aan de familiale doelstellingen - toeneemt met de opeenvolgende generaties. Volgens hen zou er onder het bewind van de stichter nog niet echt een familiale sfeer heersen in de familieonderneming. Hierdoor zal de drang om de controle te behouden en het bedrijf te kunnen overdragen aan de volgende generaties nog niet zo groot zijn. Bijgevolg zal er pas bij latere generaties - de opvolgers - meer met interne middelen worden gefinancierd.

Winstgevendheid is bovendien significant negatief gerelateerd met de winstinhouding (lnInt fin 2). Dit kan verklaard worden met behulp van de stelling die al eerder werd besproken: hoe groter de winstgevendheid ceteris paribus (met een gegeven groei ook), hoe lager de winstinhouding kan zijn per euro vereiste financiering.

Tabel 19: Regressieresultaten invloed Familiale CEO en Generaties op InInt fin

Regressieresultaten									
Afhankelijke variabele: <i>InInterne financiering (proxy 1)</i>									
Afhankelijke variabele: <i>InInterne financiering (proxy 2)</i>									
1		2		3		4			
Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.
Constante	-0,5436	0,646	-0,9391	0,499	-0,6239	0,486	0,4886	0,674	
Familiale CEO	0,0070	0,984			0,4877	0,191			
Familiale CEO * Generatie 1	-0,3576	0,385	-0,1818	0,725	0,2190	0,541	0,1737	0,770	
Familiale CEO * Generatie 2			0,0361	0,920			0,3274	0,387	
Familiale CEO * Generatie 3+			-0,2288	0,616			1,0621	0,022**	
Generatie	-0,1348	0,615	0,0329	0,915	0,2522	0,262	-0,2139	0,557	
Winstgevendheid	0,0039	0,598	0,0043	0,567	-0,0165	0,015**	-0,0170	0,012**	
InGrootte	0,0179	0,901	0,0265	0,857	0,0154	0,889	0,0113	0,916	
Groei	-0,3234	0,687	-0,3555	0,659	-0,6797	0,347	-0,7242	0,304	
InLeeftijd	-0,1297	0,676	-0,1191	0,704	-0,1061	0,612	-0,1393	0,508	
R ²	0,0092		0,0107		0,0681		0,0826		

* Significant op het 10%-significantieniveau

** Significant op het 5%-significantieniveau

*** Significant op het 1%-significantieniveau

7.2.3 Sensitiviteitsanalyse

Als afsluiter van dit empirisch onderzoek wordt nog een sensitiviteitsanalyse gevoerd met betrekking tot de analyses voor de Belgische private familiebedrijven. Er wordt hiervoor gewerkt met de eerder gecreëerde dataset met 120 familieondernemingen. Uit dit bestand zijn de ondernemingen, die in 2002 of 2003 verlies geleden hebben, geweerd. De regressies uit voorgaande paragraaf zijn nu opnieuw uitgevoerd voor deze set van familiale bedrijven. De resultaten zijn in de tweede tabel van bijlage 3 terug te vinden.

Voor de regressies met betrekking tot de financieringsvoorkeuren van een familiale CEO in vergelijking met een externe CEO wordt er geen verschil opgemerkt met het vorige onderzoek. De variabele is nog steeds niet-significant gerelateerd met $\ln \text{Int fin 1}$ en $\ln \text{Int fin 2}$.

Bij de resultaten voor CEO dualiteit, bij aanwezigheid van een familiale CEO, is er wel een afwijking waarneembaar. Het eerder gevonden significant positieve versterkende effect op de winsthouding, ten opzichte van enkel een familiale CEO, blijkt verdwenen. Op beide proxy's voor de interne financiering is er een niet-significante extra invloed door CEO dualiteit in interactie met een familiale CEO.

Het feit dat de familiale CEO tot de eerste generatie behoort - en dus de stichter is - zorgt bij de winsthouding voor een positief extra effect, dat significant is op het tien procent niveau, in vergelijking met wanneer er gewoon een familiale CEO is. Dit is tegengesteld aan de regressieresultaten voor de volledige dataset van de familieondernemingen, maar dit bevestigt wel de vooropgestelde hypothese. Deze stelt dat stichters van Belgische private familieondernemingen meer de familiale doelen, zoals het behoud van controle, nastreven en bijgevolg meer voor interne financieringsbronnen zouden kiezen.

Vervolgens worden ook de regressies uitgevoerd waarin alle drie de generaties worden opgenomen met behulp van de binaire variabelen voor de generaties. Voor de winsthouding ($\ln \text{Int fin 2}$) geldt opnieuw dat er effecten gevonden worden die strijdig zijn met de uitkomsten van het onderzoek van alle private familiebedrijven (ook de verlieslatende). Er wordt nu een positieve invloed bij de eerste generatie weergegeven die significant is op het vijf procent niveau. De volgende twee generaties zijn daarentegen niet-significant negatief gerelateerd met de interne financiering. Dit ligt helemaal in lijn met de verwachtingen.

De resultaten in verband met de invloed van de generatie van de familiale CEO op de eerste proxy voor Interne financiering blijven onveranderd en zijn bijgevolg nog steeds insignificant.

Deel IV Conclusies

Hoofdstuk 8 Conclusies en aanbevelingen voor verder onderzoek

8.1 Conclusies

Deze masterproef beoogde vooreerst te achterhalen welke financieringsbeslissingen gemaakt worden door private familiebedrijven en te controleren of deze markant verschillen van de beslissingen in private niet-familiebedrijven. Wat betreft de financieringskeuzes richtte deze studie zich specifiek op de keuze die gemaakt wordt tussen financiering met interne en met externe middelen. Bovendien werd onderzocht wat in private familiebedrijven de invloed is van de positie van de CEO op de financieringskeuzes. Met de positie van de CEO wordt bedoeld het al dan niet lid zijn van de familie. Bij de familieondernemingen werd voor de CEO's die behoren tot de familie bovendien gekeken wat het effect is van CEO dualiteit en de generatie waarvan de CEO deel uitmaakt.

Het onderzoek in deze eindverhandeling werd gevoerd aan de hand van een empirische studie, die gebruikmaakte van een dataset van Belgische private bedrijven. Dit empirisch gedeelte werd voorafgegaan door een literatuurstudie van voorgaande empirische onderzoeken en theorieën. In de literatuur werd gekeken wat de verschillende financieringsbronnen en beïnvloedende factoren bij financieringskeuzes zijn in familiebedrijven. Daarnaast werden vooral de in bovenstaande alinea beschreven onderzoeksvragen onderzocht. Voor deze vragen werden vervolgens, op basis van de bestudeerde literatuur, de hypothesen geformuleerd, die op empirische wijze onderzocht werden.

Uit de empirie bleek dat Belgische private familiale ondernemingen merkbaar meer gebruik maken van interne financiering dan Belgische private niet-familiale ondernemingen. Dit stemt overeen met wat in de literatuurstudie naar voren kwam uit de bespreking van het Pecking Order model en het Trade-Off model specifiek voor private familiebedrijven. Hierbij werd duidelijk dat voor deze bedrijven de nadelen van externe financiering heel zwaar doorwegen, vermits zij steeds de controle willen behouden. De centrale onderzoeksvraag kan bijgevolg affirmatief beantwoord worden. Er zijn frappante verschillen in de keuzes tussen interne en externe financiering van private familie- en niet-familieondernemingen.

Aan de hand van de regressies, uitgevoerd op de substeekproef die enkel de familiebedrijven bevat, kan geen volledig uitsluitsel gegeven worden omtrent de financieringsvoorkeuren van familiale CEO's ten opzichte van externe CEO's. Indien er bij de definiëring van de interne financiering rekening gehouden wordt met de door het bedrijf gegenereerde winst, wijzen de resultaten in de richting van meer financiering met interne middelen door CEO's die deel uitmaken van de familie. Dit ligt in de lijn met wat door verscheidene auteurs reeds werd aangehaald inzake

het grote belang dat familiale CEO's hechten aan de familiale doelstellingen, waaronder het behoud van controle. De resultaten zijn echter niet significant genoeg om op deze deelvraag een uitgesproken antwoord te formuleren. Er is geen onomstotelijk bewijs geleverd waardoor éénduidig kan gesteld worden wat de invloed van de positie van de CEO (lid van de familie versus externe CEO) is op de financieringskeuzes in Belgische private familiebedrijven.

Uit de regressieresultaten met betrekking tot CEO dualiteit in combinatie met een familiale CEO kan geconcludeerd worden dat er, net zoals in de hypothese werd vooropgesteld, door de CEO dualiteit een versterkend effect is op de voorkeur voor interne financiering. De private familiebedrijven in deze studie reserveren meer winst, indien de familiale CEO eveneens de voorzitter is van de raad van bestuur, dan in het geval dit familielid enkel aan het hoofd staat van de onderneming en het voorzitterschap van de raad toekomt aan een andere bestuurder.

Ten slotte toont een analyse van de Belgische familiale bedrijven aan dat familiale CEO's van de derde of een nog latere generatie er een grotere winstinhouding op nahouden dan de oprichters van deze bedrijven. Dit komt overeen met wat in slechts enkele eerder gevoerde studies werd aangegeven. Deze stellen dat de aandacht die de onderneming heeft voor de familie - en dus voor de familiale doelstellingen - toeneemt met de opeenvolgende generaties. Desalniettemin wijst het grootste deel van de literatuur in de richting van het feit dat oprichters meer belang hechten aan familiale doelen zoals het behoud van controle. Dit zal ervoor zorgen dat zij net meer interne financiering zouden prefereren dan de familieleden die hen opvolgen. De resultaten voor de gehele dataset van familiebedrijven kwam, zoals vermeld, tot een tegengesteld besluit. Wanneer in de empirische analyse echter gebruik gemaakt wordt van een dataset zonder de familieondernemingen die in de onderzochte boekjaren verlies boekten, kan geconstateerd worden dat een stichter wel meer winst zal inhouden dan de volgende generaties familiale CEO's. Bijgevolg kan er in verband met de generatie waarvan de familiale CEO deel uitmaakt geen globale conclusie getrokken worden. De resultaten zijn afhankelijk van het al dan niet weglaten van de verlieslatende private familiale ondernemingen.

8.3 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Deze thesis behandelt slecht een onderdeel van de problematiek omtrent de financieringskeuzes in private familiebedrijven. Er werd specifiek gekeken naar de keuze tussen interne en externe financiering van deze bedrijven. Bovendien richtte het onderzoek zich sterk op de invloed van de positie van de CEO op deze keuzes. Er is bijgevolg nog voldoende ruimte voor verder onderzoek binnen financieringskeuzes van de private familiebedrijven. Zo kunnen er andere financieringsbeslissingen, zoals de keuze binnen de externe financiering tussen extern eigen vermogen en vreemd vermogen, onder de loep genomen worden. Verder kan er gekeken worden welke rol andere factoren, dan de positie van de CEO, spelen in deze keuzes.

Een andere mogelijkheid voor toekomstige studies is dat men dit onderzoek herhaald met gegevens van private bedrijven in andere landen dan België om te controleren of zich daar dezelfde tendens voordoet.

Tot slot kunnen de financieringskeuzes van private familiebedrijven ook nog eens onderzocht worden met behulp van recentere data. In deze eindverhandeling werd immers gewerkt met gegevens van 2003, toen er bijvoorbeeld nog geen sprake was van de financiële crisis die in 2008 uitbrak. Het is interessant te weten of de familiebedrijven nog steeds vasthouden aan de financieringskeuzes die ze bijna tien jaar geleden maakten.

Lijst van geraadpleegde werken

Wetenschappelijke artikels

Allen, W.T. & Berkley, W.R. (2003). In defense of the CEO chair. *Harvard Business Review*, 24-25.

Altman, E.I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089.

Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.K., & Kaserer, C. (2009). Capital structure decisions in family firms – empirical evidence from a bank-based economy. *Journal of Economic Literature*.

Anderson, R.C., Mansi, S.A., & Reeb, D.M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.

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

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

Barnea, A, Haugen, R.A., & Senbet, L.W. (1981). Market imperfections, agency problems, and capital structure: a review. *Financial Management*, 10, 7-22.

Baskin, J. (1989). An empirical investigation of the pecking order hypothesis. *Financial Management*, 10, 26-35.

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*, 22, 613-673.

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

Brenes, E.R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, 64(3), 280-285.

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

Cotei, C., Farhat, J., & Abugri, B. (2011). Testing trade-off and pecking order models of capital structure: does legal system matter? *Managerial Finance*, 37(8), 715-735.

- Croci, E., Doukas, J.A., & Gonenc, H. (2010). Family control and financing decisions. *Journal of Economic Literature*.
- De Angelo, H. & Masulis, R.W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- Donckels, R. & Fröhlich, E. (1991). Are family business really different? European experiences from Stratos. *Family Business Review*, 4(2), 149-160.
- Dreux, D. R. (1990). Financing family business: alternatives to selling out or going public. *Family Business Review*, 3(3), 225-242.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2005). Financing decisions: who issues stock? *Journal of Financial Economics*, 76, 549-582.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 1-31.
- Flannery, M.J. (1994). Debt maturity and the deadweight cost of leverage: optimally financing banking firms. *The American Economic Review*, 84(1), 320-331.
- Gomez-Mejia, L.R., Makri, M., & Kintana, M.L. (2010). Diversification decisions in family-controlled firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 223-252.
- Gomez-Mejia, L.R., Takacs Haynes, K., Nunez-Nickel, M., Jacobson, K.J.L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Howorth, C.A. (2001). Small firms' demand for finance: a research note. *International Small Business Journal*, 19(4), 78-86.
- James, H. S. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41-55.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kelly, L.M., Athanassiou, N., & Crittenden, W.F. (2000). Founder centrality and strategic behavior in the family-owned firm. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 25(2), 27-42.
- Kets de Vries, M.F.R. (1993). The dynamics of family controlled firms: the good and the bad news. *Organizational Dynamics*, 312-323.

- Klein, S. (2000). Family business in Germany: significance and structure. *Family Business Review*, 13(3), 157-182.
- López-Gracia, J. & Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial structure of the family business: evidence from a group of small Spanish firms. *Family Business Review*, 20(4).
- McConaughy, D.L. (2000). Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family-controlled firm: an examination of the level and sensitivity of pay to performance.
- Miller, D. (1991). Stale in the saddle; CEO tenure and the match between organization and environment. *Management Science*, 29, 770-791.
- Mishra, C. S. & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 53-64.
- Molly, V., Laveren, E., & Deloof, M. (2010). Family business succession and its impact on financial structure and performance. *Family Business Review*, 23(2).
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 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*, 13(2), 187-221.
- Poutziouris P., Michaelas, N., Chittenden, F., & Sitorious, S. (2000). The financial structure, behaviour and performance of SMEs: family and private companies. *Conference contribution*.
- 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*, 14(3), 277-291.
- Reid, R., Dunn, B., Cromie, S., & Adams, J. (1999). Family orientation in family firms: a model and some empirical evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 6(1), 55-66.
- Romano, C.A., Tanewski, G.A., & Smyrniotis, K.X. (2001). Capital structure decision making: a model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., & Dino, R.N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490.
- Scott, J.H. (1976). A theory of optimal capital structure. *Bell Journal of Economics*, 33-54.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P.M., & Silva, J.V. (2011). Are capital structure decisions of family-owned SMEs different? Empirical evidence from Portugal. *CEFAGE-UE Working Paper*.
- Setia-Atmaja, L. (2010). Dividend and debt policies of family controlled firms: the impact of board independence. *International Journal of Managerial Finance*, 6(2), 128-142.

Setia-Atmaja, L., Tanewski, G.A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(7)&(8), 863-898.

Sharma, P. (2004). An overview of the field of family business studies: current status and directions for the future. *Family Business Review*, 17(1).

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

Stockmans, A., Lybaert, N., & Voordeckers, W. (2010). Socioemotional wealth and earnings management in private family firms. *Family Business Review*, 23(3), 280-294.

Swinnen, S., Voordeckers, W., & Vandemaele, S. (2005). Capital structure in SMEs: pecking order versus static trade-off, bounded rationality and the behavioural principle. *European Financial Management Association*, 1-40.

Tagiuri, R. & Davis, J.A. (1992). On the goals of successful family companies. *Family Business Review*, 5(1), 43-62.

Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van den Heuvel, J. (2007). Board composition in small and medium-sized family firms. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 137-156.

Vos, E., Yeh, A.J.Y., Carter, S., & Tagg, S. (2007). The happy story of small business financing. *Journal of banking and finance*, 31(9), 2648-2672.

Wen-Hsien, T., Yi-Chen, K., & Jung-Hua, H. (2007). Corporate diversification and CEO turnover in family businesses: self-entrenchment or risk reduction? *Small Business Economics*.

Westhead, P. (1997). Ambitions, 'external' environment and strategic factor differences between family and non-family companies. *Entrepreneurship & Regional Development*, 9(2), 127-158.

Westhead, P. & Howorth, C. (2006). Ownership and management issues associated with family firm performance and company objectives. *Family Business review*, 19(4), 301-316.

Westhead, P. & Howorth, C. (2007). 'Types' of private family firms: an exploratory conceptual and empirical analysis. *Entrepreneurship & Regional Development*, 19, 405-431.

Yilmazer, T. & Schrank, H. (2010). The use of owner resources in small and family owned business: literature review and future research directions. *Journal of Family and Economic Issues*, 31, 399-413.

Krantenartikels

Als familie ga je zuiniger om met de centen. (2008, 13 september). *De Tijd*. Opgevraagd op 17 oktober, 2011, via Mediargus database.

Barrezeele, K. (2001, 21 september). Schaarste aan krediet. *De Tijd*. Opgevraagd op 17 oktober, 2011, via Mediargus database.

België op voorlaatste plaats voor familieondernemingen. (2007, 17 april). *De Tijd*. Opgevraagd op 10 november, 2010, via Mediargus database.

Families op de beurs, so ninetiesFamiliebedrijven profiteren van ontwikkeling private equity als kapitaalbron en exitkans. (2010, 26 juni). *De Tijd*. Opgevraagd op 22 maart, 2011, via Mediargus database.

Michielsen, T. (2002, 4 januari). Familie-effect maakt passieve aandeelhouders tevreden. *De Tijd*. Opgevraagd op 22 maart, 2011, via Mediargus database.

Andere artikels

Cambien, K. (2011, 5 mei). Klankbord is de sleutel naar succes. *Trends*. Opgevraagd op 17 oktober, 2011, via Mediargus database.

Desmet, L. (2008a, 17 april). Het blijft in de familie. Of niet. *Trends*. Opgevraagd op 22 maart, 2011, via Mediargus database.

Desmet, L. (2008b, 4 november). 50 grootste Belgische familiebedrijven doorgelicht. *Trends*. Opgevraagd op 22 maart, 2011, via <http://trends.rnews.be/nl/economie/nieuws/bedrijven/50-grootste-belgische-familiebedrijven-doorgelicht/article-1194635602266.htm#>.

Desmet, L. (2008c, 6 november). Waarom zou een familielid geen bedrijf kunnen leiden? *Trends*. Opgevraagd op 17 oktober, 2011, via Mediargus database.

Desmet, L. (2010, 25 maart). 20.000 bedrijven moeten kiezen Familielid of outsider. *Trends*. Opgevraagd op 17 oktober, 2011, via Mediargus database.

Witboek familiebedrijven. (2008). Opgevraagd op 10 november, 2010, via <http://publicaties.vlaanderen.be/docfolder/10584/Witboek%20Familiebedrijven%20Definitieve%20versie%2007%202008.pdf>.

Boeken

- Decoutere, E. (2007). *Determinanten van de schuldgraad in familiebedrijven*, [Eindverhandeling]. Diepenbeek: Universiteit Hasselt.
- Gersick, K.E., Davis, J.A., Hampton, M.M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: life cycles of the family business*. Boston: Harvard Business School Press.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., & Anderson, R.E. (2010). *Multivariate data analysis: a global perspective*. New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Janssen, P., Litière, S., & Dierckx, G. (2008). *Beleidsstatistiek*. Diepenbeek: Universiteit Hasselt.
- Laveren, E., Engelen, P.J., Limère, A., & Vandemaele, S. (2004). *Handboek financieel beheer*. Antwerpen: Intersentia.
- McLaney, E. & Atrill, P. (2008). *Accounting: an introduction*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Nederhoed, P. (2010). *Helder rapporteren: een handleiding voor het opzetten en schrijven van rapporten, scripties, nota's en artikelen*. Houten: Bohn Stafleu van Loghum.
- Ooghe, H., Deloof, M., & Manigart, S. (2002). *Handboek bedrijfsfinanciering*. Antwerpen: Intersentia.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., & Peek E. (2010). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Hampshire: Cengage Learning EMEA.
- Poza, E.J. (2007). *Family business*. United States: Thomson South-Western.
- Punie, I. (2009). *Groei en financieringsbronnen gerelateerd tot bedrijfsgrootte: Een studie op basis van Belgische boekhoudkundige data*, [Eindverhandeling]. Diepenbeek: Universiteit Hasselt.
- Raedts, M. & Masui, C. (2007). *Van vraag tot tekst*. Leuven: Acco.
- Schepens, N. (2007). *De notionele intrestaftrek*, [Eindverhandeling]. Katholieke Hogeschool Kempen.
- Sekaran, U. (2003). *Research methods for business: A skill building approach*. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.
- Smith, R.L. & Smith, J.K. (2004). *Entrepreneurial finance*. United States of America: Wiley.
- Steijvers, T. (2006). *Bankfinanciering van Belgische KMO's: een empirisch onderzoek naar kredietrantsoenering en waarborgverlening*, [Doctoraatsproefschrift]. Diepenbeek: Universiteit Hasselt.

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

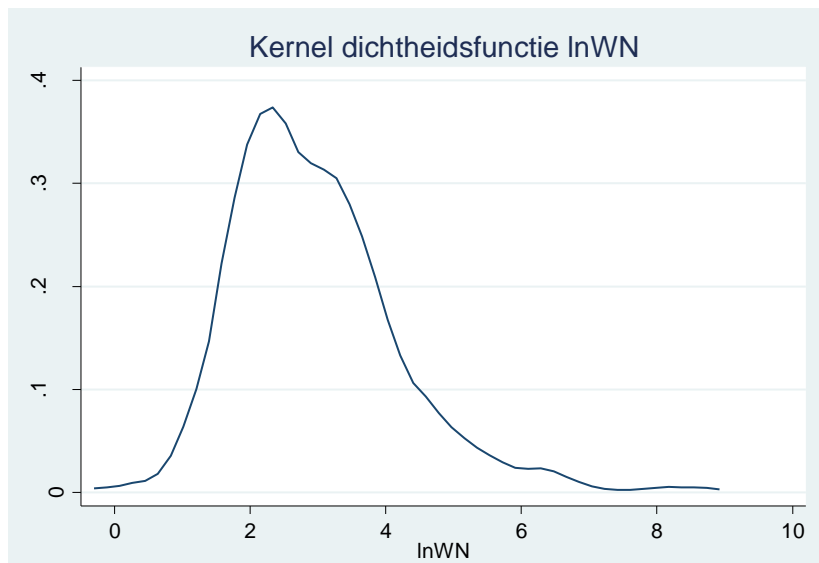
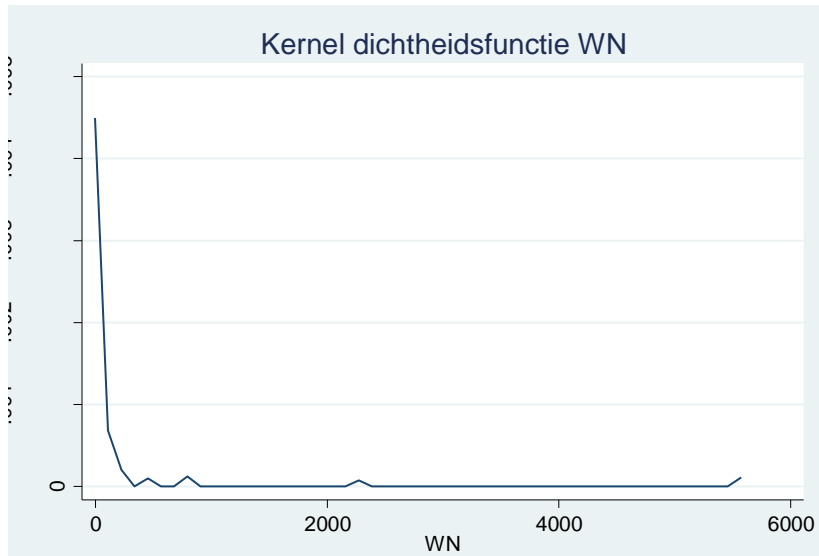
Sydsaeter, K. & Hammond, P. (2006). *Essential mathematics for economic analysis*. Harlow: Prentice-Hall, Inc.

Voordeckers, W. (1999). *Een onderzoek naar de determinanten van de kapitaalstructuur van kleine industriële ondernemingen: theorievorming met behulp van een casestudyonderzoek en empirische toetsing*, [Doctoraatsproefschrift]. Diepenbeek: LUC.

Yazdipour R. (1991). *Advances in small business finance*. London: Kluwer Academic Publishers.

Bijlagen

Bijlage 1 Verdeling van WN en lnWN



Bijlage 2 Kengetallen zonder verwijdering van de uitschieters

Volledige dataset van familie- en niet-familiebedrijven:

Variabele	Mediaan	Gemiddelde	Std. Dev.	Minimum	Maximum
Int fin 1	0,1328	0,1114	4,2687	-45,5732	35,3242
Int fin 2	0,8819	-2,1249	108,9161	-1790,465	1166,625
lnInt fin 1	-1,1513	-1,3348	1,4278	-5,4663	3,5646
lnInt fin 2	0	-0,4082	1,8108	-8,9987	7,0619
Fambedr	1	0,7393	0,4395	0	1
ROA	1,335	1,8193	14,2372	-123,25	71,77
ROCE	7,78	11,3238	48,7786	-233,6	682,58
lnWN	2,7726	2,9699	1,2218	0	8,6248
lnTA	13,3674	12,4433	2,3943	6,4473	16,3182
WNgroei	0	-0,0193	0,1572	-0,8571	0,6563
TAgroei	-0,0083	0,0058	0,2369	-0,9991	1,9090
lnLeeftijd	3,1355	3,1286	0,4914	2,3026	4,4308

Volledige dataset van familiebedrijven:

Variabele	Mediaan	Gemiddelde	Std. Dev.	Minimum	Maximum
Int fin 1	0,1437	0,2961	3,6324	-45,5732	35,3242
Int fin 2	0,94	2,9437	79,0543	-585,8152	1166, 625
lnInt fin 1	-1,0382	-1,2120	1,3873	-5,3997	3,5646
lnInt fin 2	0	-0,3073	1,9152	-8,9987	7,0619
FamCEO	1	0,8990	0,3019	0	1
FamCEO*CEOdual	1	0,8571	0,3505	0	1
Gen	2	1,8467	0,7738	1	3
ROA	1,04	1,1297	13,4100	-123,25	48,43
ROCE	6,74	6,4997	29,8780	-233,6	164,53
lnWN	2,6391	2,7467	0,9430	0	5,9402
lnTA	13,6647	12,8550	2,2599	6,4473	16,3182
WNgroei	0	-0,0222	0,1541	-0,8571	0,5
TAgroei	-0,0103	0,0099	0,2400	-0,9991	1,9090
lnLeeftijd	3,1355	3,1464	0,4816	2,3026	4,3041

Bijlage 3 Regressieresultaten sensitiviteitsanalyses

Resultaten voor het verschil in financiering tussen private familie- en niet-familiebedrijven:

Regressieresultaten				
Afhankelijke variabele: <i>InInterne financiering</i>				
	<i>InInterne financiering (proxy 1)</i>		<i>InInterne financiering (proxy 2)</i>	
	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.
Constante	-2,3591	0,018**	-1,2669	0,228
Familiebedrijf	0,8796	0,001***	-0,2024	0,492
Winstgevendheid	0,0060	0,372	0,0008	0,920
lnGrootte	0,2718	0,008***	0,0394	0,722
Groei	0,2888	0,738	-1,7625	0,123
lnLeeftijd	-0,1416	0,616	0,1244	0,705
R ²	0,0877		0,0162	

* Significant op het 10%-significantieniveau

** Significant op het 5%-significantieniveau

*** Significant op het 1%-significantieniveau

Resultaten voor de invloed van de CEO op de financieringskeuzes in private familiebedrijven:

Regressieresultaten																
Afhankelijke variabele: <i>InInterne financiering (proxy 1)</i>																
Afhankelijke variabele: <i>InInterne financiering (proxy 2)</i>																
	1		2		3		4		5		6		7		8	
	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.	Coëff.	Sig.
Constante	-1,5180	0,426	-1,6461	0,410	-1,4948	0,544	-1,8539	0,394	-0,8764	0,613	-0,7083	0,708	-2,6101	0,147	-2,8984	0,111
Familiale CEO	0,0152	0,972	0,3706	0,844	0,1053	0,812			0,1306	0,826	-0,2806	0,728	-0,1701	0,773		
Familiale CEO * CEO dualiteit			-0,3463	0,846					0,4133	0,446						
Familiale CEO * generatie 1					-0,0555	0,930	0,2442	0,695					1,3648	0,099*	1,3451	0,017**
Familiale CEO * generatie 2							0,1759	0,648							-0,1387	0,820
Familiale CEO * generatie 3⁺							-0,0102	0,988							-0,3577	0,685
Generatie					0,1634	0,684	0,3031	0,357					0,4945	0,346	0,6469	0,022**
Winstgevendheid	0,0068	0,455	0,0068	0,459	0,0077	0,399	0,0078	0,398	-0,0062	0,696	-0,0066	0,679	-0,0073	0,627	-0,0070	0,646
InGrootte	0,1710	0,364	0,1783	0,360	0,1716	0,429	0,1774	0,407	-0,0405	0,885	-0,0520	0,857	0,0586	0,829	0,0449	0,876
Groei	-0,4128	0,741	-0,3655	0,773	-0,2705	0,826	-0,2507	0,843	-2,7871	0,069	-2,9325	0,071*	-3,1877	0,052*	-3,1481	0,058*
InLeeftijd	-0,0592	0,884	-0,0299	0,943	-0,1783	0,681	-0,1753	0,686	0,0281	0,946	-0,0099	0,982	0,1119	0,841	0,1165	0,837
R ²	0,0121		0,0134		0,0228		0,0233		0,0342		0,0353		0,0707		0,0711	

* Significant op het 10%-significantieniveau

** Significant op het 5%-significantieniveau

*** Significant op het 1%-significantieniveau

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Financieringskeuzes in private familiebedrijven. Interne versus externe financiering

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

Devos, Jessica

Datum: **1/06/2012**